

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

La Notion d'Inflation

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le Mercredi 5 Juin 1929, à 13 h. 15

PAR

PIERRE HERRENSCHMIDT

Président : M. GERMAIN MARTIN

Suffragants : MM. AFTALION, *professeur*.
PIROU, *professeur*.

1929

Imprimerie André Sagnier
15, rue de l'Église
PARIS

LA NOTION D'INFLATION

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

La Notion d'Inflation

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le Mercredi 5 Juin 1929, à 13 h. 15

PAR

PIERRE HERRENSCHMIDT

Président : M. GERMAIN MARTIN

Suffragants : MM. AFTALION, *professeur*.

PIROU, *professeur*.

1929

Imprimerie André Sagnier

15, rue de l'Église

PARIS



TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

PREMIERE PARTIE. — Instruments de crédit.

CHAPITRE I. — Billets de banque et crédits en banque	9
CHAPITRE II. — Vitesse de circulation	19
CHAPITRE III. — Changes, prix, monnaie	29

DEUXIEME PARTIE. — Or et crédit.

CHAPITRE I. — La théorie du gage.....	45
CHAPITRE II. — Objections.....	61
CHAPITRE III. — Les fondements sociaux-psy- chologiques de la monnaie	79

TROISIEME PARTIE. — Crédit et production.

CHAPITRE I. — La création du crédit et les reve- nus individuels	89
CHAPITRE II. — Le rôle des prévisions en ma- tière monétaire	99
CHAPITRE III. — La notion d'inflation	115

BIBLIOGRAPHIE

- Martin (Germain).** Cours professé à la Faculté de Droit de Paris (1926-1927).
Rist Cours professé à la Faculté de Droit de Paris (1919-1920).

OUVRAGES GENERAUX

- | | |
|-----------------------------|---|
| Aftalion | Monnaie, prix et change. |
| Arnauné | La monnaie, le crédit et le change. |
| Bonnet (G.-E.) | Les expériences monétaires contemporaines. |
| Décamps | Les changes étrangers. |
| Hawtrey | Currency and Credit. |
| Irving Fisher | Le pouvoir d'achat de la monnaie. |
| Keynes | La réforme monétaire. |
| Martin (Germain) ... | Les finances publiques de la France et la fortune privée. |
| Nogaro | La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains. |
| Oualid | Leçons sur la monnaie et les phénomènes monétaires. |
| Pommery | Changes et monnaies. |
| Rist | La déflation en pratique. |
| Rueff | Théorie des phénomènes monétaires (statique). |
| Withers | Qu'est-ce que la monnaie ? |

PERIODIQUES

- Revue d'Economie Politique.*
Revue Economique Internationale.
Revue Politique et Parlementaire.
L'Economiste Français
Journal des Débats (Chroniques financières du lundi)
Le Temps (Chroniques financières et suppléments économiques).
L'Information financière.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LA NOTION D'INFLATION

INTRODUCTION

Tant que la prospérité des nations dépendait, avant tout, des ressources agricoles, aucune d'elles ne pouvait prétendre à d'autre suprématie que celle des armes. Aujourd'hui au contraire, le rythme, de plus en plus autonome du développement économique, profite surtout aux Etats à qui leurs richesses naturelles ou leur position internationale permettent d'utiliser, au moment où elles apparaissent, les forces d'expansion nouvelles. Le développement industriel et commercial de ces pays résultant de l'exploitation de leurs chances heureuses, est à son tour l'origine d'une puissance financière qui devient bientôt une raison nouvelle d'expansion.

Ainsi la Grande-Bretagne et la France, prêtes avant toute autre nation à mettre en œuvre les découvertes scientifiques du XIX^e siècle et capables de satisfaire aux exigences de la production en grand, accumulèrent, grâce à leur activité industrielle et commerciale, des capitaux qui leur permirent ensuite d'avancer aux pays moins favorisés le coût d'un

outillage public et d'un équipement industriel modernes. L'influence dans le monde de ces deux Etats grandit à la mesure de leur puissance financière, tandis que la distribution de leur crédit donnait à l'économie des nations plus jeunes une impulsion profitable.

Cependant, organisés en vue de la grande production à la faveur des investissements européens, les Etats-Unis s'affranchirent les premiers de la tutelle financière de l'Ancien Continent. « La plus grande débitrice du monde », (1) capable dès le début du *xx*^e siècle d'exploiter ses immenses richesses naturelles sans recourir désormais à l'appui de l'épargne européenne, devint même, du fait de la guerre, titulaire de créances sur tous les pays. Les belligérants, en effet, consommèrent pour soutenir la lutte une masse de richesses qu'il fallait remplacer au fur et à mesure de leur destruction. L'abondance inespérée des commandes auprès des industriels américains permit aux Etats-Unis d'atteindre en quelques années un développement dont, en toutes autres circonstances, l'activité même de l'Europe concurrente eût sans doute ralenti le rythme.

Pendant que se dissipait ainsi l'épargne de l'Europe, les capitaux s'accumulaient dans les banques américaines. La dépréciation de leurs devises compromettait le crédit des nations européennes alors que la stabilité du dollar consolidait celui des Etats-Unis, capables dorénavant de jouer auprès de l'Europe le rôle que remplissait celle-ci dans le monde avant 1914. Le crédit américain reconstitua l'outillage économique détruit ou usé au cours de la guerre, et rétablit sur des bases saines les finances déséquilibrées par l'immense consommation improductive des années passées.

(1) Seligman.

L'Ancien Continent est donc aujourd'hui tributaire du Nouveau. La Bourse de New-York donne le ton aux marchés financiers de Londres, de Paris, de Berlin.

*
**

Sans doute, le retour des Etats européens à la stabilité monétaire devait mettre un terme aux inconvénients économiques et sociaux d'une dépréciation continue, mais il répondait aussi au désir de combattre la suprématie financière acquise par les Etats-Unis à la faveur des circonstances exceptionnelles de la guerre.

La livre sterling n'accusait, par rapport au pair d'avant guerre, qu'une faible dépréciation. La Grande-Bretagne s'efforça de revaloriser sa monnaie. Sacrifiant son industrie à l'ambition légitime de recouvrer son crédit international, elle ne redouta pas alors de provoquer une « déflation des prix de vente » sans déflation correspondante des prix de revient. Elle ne rétablit ainsi son prestige financier qu'au prix d'un ralentissement considérable de son activité économique.

Toutes les nations européennes ne sont pas en présence de difficultés aussi graves. La plupart cependant souffrent de l'insuffisance des débouchés, qu'expliquent à la fois le développement industriel des pays neufs et le coût élevé d'une production trop souvent rendue anarchique par une période d'inflation prolongée.

L'Europe a rétabli ses finances. Son économie reste instable.

Cette situation semble cependant ne pouvoir se prolonger sans compromettre à nouveau l'assainissement financier

obtenu au prix de longs efforts. Certes, les grandes puissances de l'Ancien Continent, accrues de nombreux territoires coloniaux, disposent de richesses naturelles considérables. Elles possèdent une technique industrielle et commerciale qui peut leur assurer encore, dans maintes productions, une suprématie incontestée. Or, à toutes ces chances de développement, il faudrait procurer une occasion de s'exercer. A l'économie européenne, il conviendrait de donner une impulsion.

La Grande-Bretagne et la France disposent d'une organisation bancaire incomparable et d'une expérience financière de longue date, leurs finances publiques sont saines, leurs monnaies stabilisées. Le crédit ne pourrait-il fournir à l'activité industrielle et commerciale de ces pays l'impulsion qui semble aujourd'hui désirable ?



A vrai dire, l'idée de crédit éveille le souvenir encore récent des maux de l'inflation, et tandis que l'on s'efforce, pour achever l'assainissement monétaire, de diminuer les moyens d'échange, la création d'instruments de paiement nouveaux paraît à beaucoup devoir entraîner la dépréciation de la devise.

Bien qu'en effet la notion d'inflation soit extrêmement flottante et que ce terme soit usité dans de nombreuses acceptions, l'inflation répond toujours à une seule et même idée : elle est invariablement associée à l'idée de hausse des prix, comme la déflation l'est à celle de baisse des prix. C'est là sans doute le critère qui doit permettre de dégager la véritable nature de l'inflation,

Simple création de billets pour les uns, dépassement, pour les autres, d'un certain rapport des instruments de paiement à l'encaisse métallique, l'inflation n'est peut-être déterminée en définitive que par un excès des moyens de mobiliser la richesse, comparativement à la somme des richesses mobilisables. Dès lors on peut concevoir une création de monnaie qui, sans provoquer la hausse des prix, donne à l'activité d'un pays le stimulant nécessaire à son développement.

PREMIERE PARTIE

Instruments de Crédit

La puissance des Instituts d'émission, au cours du xix^e siècle n'a fait que s'accroître, et le grand public, qui en saisit imparfaitement les ressorts, considère avec une certaine appréhension le droit régulier, que la loi confère aux Banques centrales, de créer la monnaie.

Attaché à la monnaie métallique dont il a pu apprécier la stabilité du pouvoir d'achat, il redoute une dépréciation de la devise, dès que le bilan accuse une émission nouvelle de billets de banque. Il attribue aux fluctuations du poste « billets en circulation » une signification toute particulière, mais s'inquiète peu des variations, souvent non moins considérables, des comptes de dépôts.

Cependant, les billets ne sont pas, dans l'organisation bancaire moderne, la seule monnaie fiduciaire en circulation, et si l'accroissement de leur montant est susceptible de provoquer une baisse de l'unité monétaire, sans doute l'augmentation des inscriptions en compte-courant doit-elle entraîner une dépréciation de même nature. Au surplus, le pouvoir d'achat de la monnaie ne dépend pas seulement de son abondance, mais de la fréquence avec laquelle chaque unité change de main. Abondance monétaire et vitesse de circulation, bien souvent enfin, ne sont pas des causes d'inflation, mais les conséquences d'une hausse des prix intérieurs provoquée par une appréciation des changes étrangers.

CHAPITRE I

BILLETS DE BANQUE ET CRÉDITS DE BANQUE

La distribution aux emprunteurs du crédit à court terme s'effectue, soit par une remise de billets, soit par une inscription à l'actif de leur compte en Banque ; les deux modes, dissemblables sans doute dans la forme et, jusqu'à un certain point, dans les avantages d'ordre pratique, sont, à vrai dire, absolument indentiques au fond

*
**

Le crédit à court terme fait par les banques, consiste, d'une manière générale, à échanger une créance pécuniaire exigible contre une créance pécuniaire à court terme.

Ainsi le porteur d'une lettre de change à trois mois, revêtue des trois signatures réglementaires, peut la faire escompter à la Banque de France qui lui remet en échange, sous forme de billets de banque, l'équivalent de la valeur actuelle de la traite achetée par elle. La Banque de France prête, par cette opération, au titulaire de la traite, le montant actuel de cet effet, puisque entre les mains du commerçant se substituent, à une lettre de change — créance à terme, — des billets de banque — promesses de payer une certaine somme d'argent à première réquisition.

Un second moyen s'offre de contracter auprès d'une banque un emprunt à court terme. Le client qui remet à sa banque un billet à ordre, accompagné d'ailleurs de garanties, obtient en échange une ouverture de crédit à concurrence de la valeur dont il se reconnaît débiteur. Chaque fois qu'il aura un paiement à faire, il tirera sur sa banque un chèque au profit de son créancier. Ce dernier déposera le chèque endossé chez son banquier, lequel en obtiendra la contre-valeur sous forme de compensation au Clearing House. Les banques échangent contre des promesses à terme — les billets à ordre — des promesses de payer une certaine somme d'argent à toute réquisition — les inscriptions à l'actif des comptes des clients.

Dès lors, en acceptant une créance exigible aux lieu et place d'une créance à terme, le bénéficiaire d'une ouverture de crédit fait crédit à la banque, et il en est de même des cessionnaires successifs de cette créance, s'ils s'abstiennent de retirer en espèces la somme inscrite à l'actif de leur compte à la suite de l'opération du transfert. Pareillement, les détenteurs successifs d'un billet de banque font crédit à la Banque, du moment qu'ils n'en exigent pas le remboursement, dès qu'ils l'ont reçu en paiement.

La nature du crédit à court terme apparaît ainsi indiscutablement unique. La façon dont le crédit circule varie sans doute, mais entre le billet de banque, qui passe de main en main, et le dépôt, que d'un compte on transfère à un autre compte, ce ne sont que des différences formelles. La fonction de la Banque d'émission et celle de la Banque de dépôt consistent essentiellement à mobiliser les créances qui naissent à l'occasion d'opérations commerciales. A la promesse, émanant de signataires souvent peu connus, de

payer à terme une somme déterminée, les établissements de crédit, de notoriété généralement bien supérieure, substituent leur propre engagement de payer la même valeur à vue et sous forme d'unités monétaires.

••

Les fonds qui permettent, soit à la Banque d'émission, soit à la banque de dépôt, d'accorder ainsi du crédit sous forme d'unités monétaires, sont du reste de même provenance. Dans les deux cas l'origine en est l'épargne-réserve, c'est-à-dire les sommes mises de côté par les particuliers, non pas dans le but de se constituer une source nouvelle de revenus, mais simplement en vue de subvenir à des besoins ultérieurs, voire imprévisibles.

Une partie de ces sommes peut être thésaurisée, mais de plus en plus, dans les sociétés modernes, les sommes mises en réserve sont elles-mêmes prêtées temporairement, pour être retirées quand surviendra le moment de la dépense en vue de laquelle elles ont été réservées. Banques d'émission et Banques de dépôt, groupant ces disponibilités épar- ses et temporaires, les rendent productives, parce qu'en les concentrant de la sorte elles entretiennent une source de crédit qui remplace chaque jour, par de nouveaux apports, les dépôts retirés.

Le porteur d'un billet de banque qui, avant de le donner en paiement, le conserve quelque temps par devers lui, réalise en effet une épargne dont dispose la Banque d'émission. Quand le titulaire d'un dépôt remet un chèque à son banquier et ne transfère cette même valeur que le surlendemain, il prête à la Banque de dépôt la somme qu'il s'abstient pendant deux jours de dépenser.

En dépit des divergences de forme, une semblable mise en réserve apparaît de part et d'autre. La multiplication de ces épargnes momentanées accroît la moyenne de leur durée, et moins souvent billets et dépôts changent de titulaires, plus les banques peuvent, à leur bénéfice, créer d'engagement exigibles. De même qu'aux « Banques d'émission de chèques », la politique de concentration s'impose aux Banques d'émission de billets, puisqu'en définitive « l'emprunt à la circulation » relève du même acte de thésaurisation que chez les déposants on appelle épargne. (1)

*
* *

L'épargne-réserve, ne pouvant être prêtée que momentanément, n'entre dans la circulation que pour en sortir plus tard. Or la similitude des billets et crédits en banque reste parfaite si l'on envisage les promesses exigibles des banques, non plus à l'état statique, mais à l'état dynamique.

La transmission des billets de banque offre avec celle des chèques une analogie frappante. Ce n'est là, à vrai dire, qu'une apparence, car le billet de banque, promesse de payer, se distingue par sa nature du chèque, ordre de payer. Les opérations juridiques réalisées par la tradition manuelle d'un billet de banque et l'endossement d'un chèque ne sont donc pas comparables. Au surplus, la circulation des chèques n'est qu'un phénomène accidentel, superposé au régime des transferts en écriture, et d'un intérêt très effacé. Le chèque est simplement l'instrument qui permet la circulation des dépôts, seule comparable à la cir-

(1) Cf. Ansiaux, « De l'Unité du Crédit à court terme », dans *Revue d'Economie Politique*, 1912.

circulation des billets. Inscriptions en compte et billets représentent en effet des créances à vue sur un établissement de crédit et, bien que le public en ait perdu la notion en ce qui concerne la circulation des billets, la transmission de ces promesses exigibles constitue cession de créances.

L'acte initial est l'ouverture d'un crédit bancaire, c'est-à-dire la substitution de la banque au débiteur particulier, et l'échange, à égalité de valeur, d'une créance à terme contre une créance à première réquisition. Les promesses constamment exigibles des banques se transmettent par une série de cessions, éteignant à chaque transmission une dette pécuniaire. Ainsi les crédits en banque, au même titre que les billets, sont des instruments monétaires.

Si cependant les transferts de dépôts ont pour objet des sommes toujours variées, tandis que les billets sont de montants déterminés, ces différences ne concernent, à vrai dire que le mécanisme de leur emploi, non la fonction qu'ils remplissent. Par ailleurs, si le cours légal confère aux billets de banque des caractères nouveaux, il ne modifie pas la nature des billets qui en sont investis et ne retire pas aux virements de compte le pouvoir d'éteindre, par cession au créancier d'une créance sur un tiers, des obligations pécuniaires.

En principe indéfiniment transmissibles, les promesses des banques prennent fin, néanmoins, au bout d'un temps plus ou moins long : elles sont faites pour une durée déterminée et l'emprunteur qui a présenté un effet de commerce à l'escompte doit, à l'échéance, en régler le montant à la banque, soit en lui remettant des billets, soit en lui adressant un chèque sur son compte.

•

Depuis la reconnaissance de sa dette par la banque jusqu'à son extinction, le fonctionnement des deux régimes de crédit est le même. Aussi bien ces derniers se combinent-ils dans la même organisation bancaire.

*
**

La banque de dépôt, en effet, ouvre des comptes aux tiers en échange des billets que ces derniers lui remettent, et les clients peuvent disposer du crédit de leur compte en exigeant le remboursement en billets. La transformation de billets en dépôts, qui accroît l'encaisse autant que les exigibilités, fortifie la situation de la banque, tandis que l'affaiblit le remboursement des dépôts en billets. Seul reste indifférent à ces transformations l'Institut d'émission, dont les engagements sont toujours représentés par la somme des billets en circulation et de ses comptes-courants créditeurs.

Cependant, les deux régimes de crédit ne sont pas caractérisés seulement par leur coexistence, mais bien plutôt par leur superposition. L'activité, dans tous les pays, des Banques centrales d'émission, malgré une pratique parfois très développée des inscriptions en compte, implique alors que si billets et dépôts présentent la même nature et le même fonctionnement, ils remplissent dans la vie économique des emplois légèrement différents.

Certes, la Banque d'émission et la Banque de dépôt, la première par ses émissions de billets, la seconde par ses

ouvertures de crédit, s'engagent l'une et l'autre pour plus qu'elles ne possèdent. La Banque d'émission fait circuler des billets en représentation des espèces que le public lui confie ; elle en remet également à ceux qui lui demandent des avances. La Banque de dépôt, de son côté, ouvre un compte au client qui lui abandonne des sommes en dépôt et inscrit le montant reçu au crédit de ce compte ; or elle accorde aussi des avances à des tiers, comme si ces derniers l'avaient couverte par la remise de sommes égales. Les établissements de crédit ne sont cependant pas acculés à la faillite, parce que les espèces ou les sommes que leur confie le public font l'objet de retraits partiels et sensiblement constants, autorisant ainsi dans une certaine mesure des engagements à découvert.

En temps de crise, toutefois, la banque d'émission vient au secours des Banques de dépôt par le réescompte de leur portefeuille. Mais si la substitution du crédit intact de la Banque centrale au crédit ébranlé des autres établissements rétablissait à lui seul la confiance du public, il suffirait que la Banque centrale ouvre dans ses livres, aux Banques de dépôt qui ont recours à elle, un crédit égal au montant des effets qu'elle réescompte. Etant donné la confiance dont elle jouit, aucune Banque de dépôt ne lui demanderait le remboursement des chèques tirés sur elle.

L'Angleterre offre assurément l'exemple d'une organisation où le rôle de Banque centrale est tenu par une simple Banque de dépôt. Le plus souvent sans doute, le Banking Department a pu venir en aide aux banques de dépôt en développant une circulation de crédits qui se substituait à celle des banques menacées. Malgré tout, lorsque la crise a été trop violente, il a fallu se résoudre, soit à suspendre

temporairement l'Act de 1844, soit à emprunter de l'or à la Banque de France pour couvrir une émission supplémentaire de billets. Non moins concluante est l'expérience des dernières années. Si la possibilité, désormais acquise, de subvenir aux dépenses de guerre presque exclusivement par des crédits en banque, confirme l'identité de nature des deux régimes de crédit, l'Angleterre prouve une fois de plus qu'à un moment donné il faut substituer, à une circulation de comptes, une circulation de billets. Sans les Currency Notes, le Banking Department eût été débordé.

Une Banque de dépôt ne peut donc pas assumer, même en Angleterre où l'emploi des chèques s'est plus développé que partout ailleurs, le rôle de banque des banques. Les établissements de crédit, du reste, tiennent compte de la plus grande confiance qu'inspire au public le billet de banque, lorsque, dans un légitime souci de sécurité, ils composent leur encaisse d'espèces liquides, plutôt que de soldes créditeurs à la Banque centrale.

Même inconvertible, le billet de banque circule, en effet, en vertu d'une vitesse acquise, comme une monnaie métallique. Personne ne songe plus à faire à son égard — à moins d'une dépréciation très prononcée — l'acte raisonné de confiance, inséparable au contraire de l'acceptation du chèque que le public considère toujours comme un titre de crédit. La Banque d'émission peut donc, en cas de crise, substituer, sans risque pour elle, une circulation de billets à la circulation de crédits en banque : aucun porteur ne songera à demander le remboursement en numéraire d'un titre qu'il assimile à de la monnaie.

Le chèque, d'autre part, qui permet de trop grandes frau-

des, ne peut servir à effectuer les dépenses courantes. Aussi bien une inflation de crédit exige-t-elle pour se développer une augmentation de la circulation des billets. Les dépôts s'accroissent, mais la clientèle, demandant plus de billets pour les dépenses qu'elle ne peut acquitter par chèque, rend inévitable une inflation de billets, qu'impose aux banques l'obligation de maintenir entre leurs disponibilités et leurs exigibilités un rapport constant.

*
**

La nature différente des paiements auxquels satisfont billets de banque et crédits en banque expliquent le développement simultané des deux régimes de crédit.

Dans un pays et à un moment donnés existe une certaine activité économique, impliquant un volume déterminé de transaction. Les unes peuvent s'effectuer par le transfert de crédits en banque, les autres, par contre, nécessitent la tradition de billets de banque. Des besoins de la clientèle, mais aussi des ressources disponibles des banques de dépôt dépend à tout instant, le montant des inscriptions en compte. Par ailleurs, l'habitude plus ou moins répandue de se servir du chèque, le niveau des prix et des salaires, l'élasticité du crédit de la banque centrale déterminent la quantité de billets émis. Celle-ci, du reste, représente un minimum incompressible, car les billets ne portant pas intérêt, personne ne trouve d'avantage à conserver sous forme d'espèces liquides, plutôt que sous forme de dépôt, les sommes mises temporairement en réserve. De là résulte, qu'autant que ne se modifient pas les habitudes du public, la circulation-billets

et la circulation-crédits restent dans un rapport sensiblement constant. (1)

L'affectation de chacun des deux régimes de crédit à une catégorie déterminée de paiements n'altère pas cependant l'identité de leur nature au fond. Billets de banque et crédits en banque sont les uns et les autres les engagements à vue des établissements bancaires, et les prix ne doivent pas rester moins insensibles à une inflation de billets qu'à une inflation de dépôts, si les promesses exigibles des banques circulent, de main en main ou de compte à compte avec la vitesse qui leur est propre, à l'égal d'intermédiaires dans les échanges.

(1) Rueff. (Théorie des Phénomènes Monétaires), connaissant le montant M des billets de la Banque de France en circulation, tel qu'il apparaît au dernier bilan du mois, et le total M' des postes « comptes-courants créditeurs et dépôts à vue », tels qu'ils figurent sur les bilans publiés le dernier jour de chaque mois par le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir d'Escompte et le Crédit Industriel et Commercial, a calculé, pour diverses périodes, le rapport M'/M de l'indice de la circulation-crédits à l'indice de la circulation-billets. De mars 1916 à octobre 1918, le rapport M'/M a oscillé entre les limites extrêmes de 0,227 et 0,272, soit une variation inférieure à 20 % environ de sa valeur moyenne, cependant que chacun de ses deux termes augmentait de 100 % de sa valeur minimum. De 1920 à 1925, M'/M a oscillé entre les limites extrêmes de 0,344 et 0,405, soit une variation inférieure à 18 % de sa valeur minimum, alors que, dans le même intervalle de temps, le numérateur s'accroissait de 58 % et le dénominateur de 36 % de cette même valeur. (Cf. le troisième alinéa de la note 3, page 20).

CHAPITRE II

VITESSE DE CIRCULATION

Numéraire, billets, crédits en banque, les instruments monétaires n'influent pas sur le niveau général des prix uniquement par leur quantité, mais aussi par la rapidité de leur circulation. L'unité monétaire qui, dans l'année, change cinq fois de titulaire, rend assurément le même usage que cinq unités monétaires qui, dans le même temps, serviraient une fois chacune de moyen de paiement.

Ces transferts successifs constituent précisément la « circulation » de la monnaie, d'autant plus rapide que se trouve plus élevé le total des paiements effectués, en une période donnée, avec un même nombre d'unités monétaires, et la « vitesse moyenne de circulation » d'un stock monétaire déterminé, en une certaine période est « le quotient du total des paiements effectués par son intermédiaire, pendant l'unité de temps de cette période, par son montant moyen pendant la dite période ». (1)



Longtemps il a été admis que la vitesse de circulation, dépendant d'habitudes peu variables du public, pouvait être considérée comme relativement constante.

(1) Rueff.

Dès lors, dans l'équation d'Irving Fischer

$$M V + M' V' = P Q$$

les fluctuations de P , pour un facteur Q déterminé, étaient attribuées à M et à M' .

Des calculs récents (2) montrent, au contraire, que l'équation des échanges est, à chaque instant, satisfaite beaucoup plus par une modification des vitesses de circulation que par une variation des stocks monétaires.

Il est facile, en effet, d'obtenir la vitesse globale de circulation du stock monétaire crédits de banque, puisqu'un indice du montant $M' V'$ des unités monétaires transférées pendant l'unité de temps par chèques ou ordres de virement est donné par le montant moyen des effets quotidiennement présentés à la Chambre de Compensation des Banquiers de Paris, quotient des totaux mensuels par le nombre des jours ouvrables du mois, et que, d'autre part, le montant total des soldes créditeurs des comptes-courants et de dépôts, ouverts dans les livres des quatre grandes banques à bilans mensuels, fournit l'indice M' de la circulation-crédits de banque. (3)

(1) M représente la quantité de billets et numéraire en circulation.

M' les fonds déposés en banque.

V et V' leur vitesse de circulation respective.

P le niveau général des prix.

Q le volume des transactions.

(2) Dus à M. Rueff. Les statistiques et graphiques qui suivent sont empruntés à sa « Théorie des Phén. Monétaires ».

(3) La préférence accordée au montant des effets composés à la Chambre de Compensation des Banquiers de Paris, plutôt qu'à la somme des virements intérieurs effectués par la Banque de France (mandats rouges), s'explique parce que la première grandeur semble se rattacher plus directement que la seconde à des opérations de nature commerciale. Cependant, les courbes

$$\text{On a : } V' = \frac{M' V'}{M'}$$

De ce que

$$\log V' = \log M' V' - \log M'$$

la représentation logarithmique des indices $M' V'$ et M' qui rend compte respectivement, dans les déplacements des courbes, des variations relatives de chacun des indices, per-

dressées par M. Rueff et représentant, à une échelle logarithmique les indices du montant des sommes transférées sous forme de crédits de banque pendant l'unité de temps, par la Chambre de Compensation, d'un côté, par la Banque de France, de l'autre, présentent des variations très voisines et leurs écarts relatifs peuvent être facilement justifiés par l'augmentation, pendant la période envisagée, du nombre des banques adhérentes à la Chambre de Compensation. La concordance des variations relative des deux courbes permet donc de prendre comme indice de la circulation-crédits de banque, soit le montant moyen des sommes quotidiennement virées à la Banque de France, soit le montant moyen journalier des effets présentés à la Chambre de Compensation. Elle autorise de plus à considérer la valeur globale des chèques présentés à la Chambre de Compensation comme un indice de la totalité des chèques émis, alors qu'en réalité bien des chèques donnent lieu à des virements à l'intérieur d'une même banque, à des règlements par endossements successifs, voire à des compensations opérées par l'intermédiaire d'autres organismes. Sans quoi resterait inexplicable le fait que le montant des effets présentés à la Chambre de Compensation des Banquiers de Paris variât comme celui des virements intérieurs qui s'y trouvent effectués.

Il faut remarquer, par ailleurs, que l'indice $M'V'$ représente la moyenne quotidienne des effets mensuellement compensés, l'indice M' étant au contraire établi à l'aide des éléments figurant aux bilans de fin de mois. En effet, la moyenne journalière des dépôts détenus par les banques n'est pas connue. M. Rueff observe du reste que « la courbe du montant de la circulation billets de banque au dernier jour du mois ou au dernier bilan du mois est à peine distincte de celle des valeurs mensuelles moyennes du même élément. Ceci étant, il paraît légitime d'admettre que, si nous pouvions les tracer, les diverses courbes de la circulation-crédits de banque présenteraient la même propriété. Au surplus, l'ordre de grandeur relatif des variations des deux grandeurs $M'V'$ et M' est tel que les variations du facteur M' ne peuvent avoir qu'une influence très réduite sur celles de l'indice V' de la vitesse de circulation ». (Se rapporter au texte).

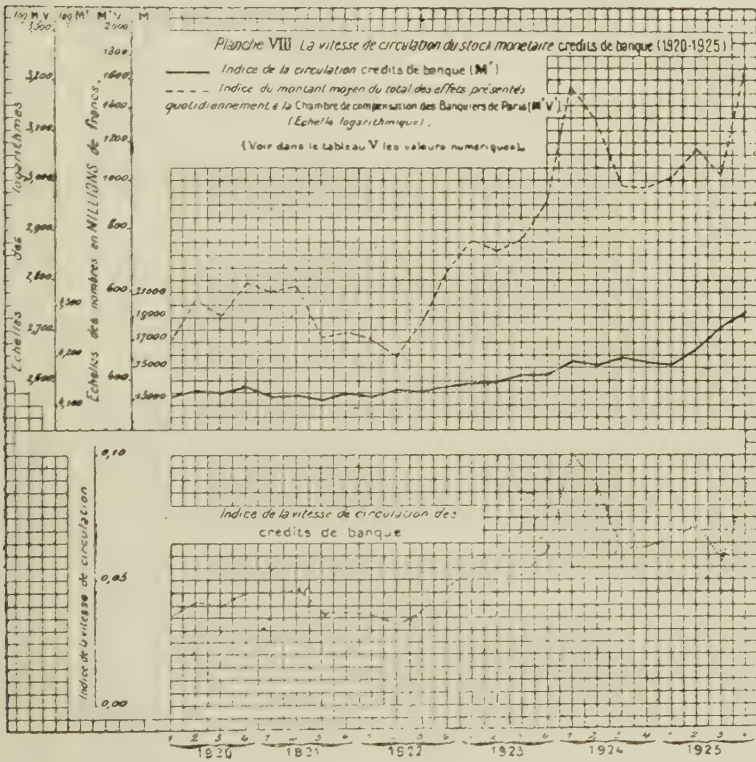
met aussi de déduire, sous réserve d'éliminer le décalage constant des deux échelles logarithmiques, la courbe logarithmique de la vitesse de circulation. Celle-ci apparaît, pour la période envisagée 1920-1925, subir des fluctuations du simple au triple — les valeurs extrêmes de l'indice V' étant 0,032 et 0,101 — tandis que, pendant le même temps, se modifie dans des proportions beaucoup moindres l'indice M' du stock monétaire — crédits de banque — la valeur maximum de ce dernier ne représentant que 149 pour cent de sa valeur minimum. (Tableau et graphique 1).

Le sens des variations de la vitesse de circulation, au surplus, n'est pas étranger au rythme de la vie économique. Une étroite relation apparaît, du moins, au cours de la période 1900-1913, entre les mouvements des prix et les fluctuations de la vitesse de circulation, celle-ci s'accroissant en période de hausse des prix, diminuant en période de baisse, passant ainsi par un maximum au moment de la crise. (Tableau II, graphique II).

Enfin, la répartition suffisamment permanente de la clientèle entre les différents établissements de crédit permet d'envisager le montant des dépôts détenus par les quatre grandes banques de dépôt françaises comme l'indice du stock crédits de banque existant dans le pays tout entier. La proportion des chèques présentés par ces établissements à la Chambre des Compensations, relativement au montant des chèques présentés par l'ensemble des banques adhérentes, varie, en effet, entre des limites très étroites: octobre 1900 : 67 %; octobre 1901 : 73 %; octobre 1902 : 71 %; octobre 1903 : 69 %; octobre 1904 : 69 %; octobre 1905 : 67 %; octobre 1906 : 63 %; octobre 1907 : 64 %. Au cours de la période 1900-1907 ce rapport a oscillé autour d'une certaine valeur moyenne, en ne s'en écartant pas de plus de 7 %, en plus ou en moins, tandis que le total des effets passait de 946 millions à 2.355 millions en 1907.

Les mêmes observations s'appliquent sans doute à la vitesse de circulation des espèces liquides, billets et numéraire.

Tout indice fait défaut, qui permette de saisir leur vitesse globale de circulation, et il est difficile, d'autre part, de



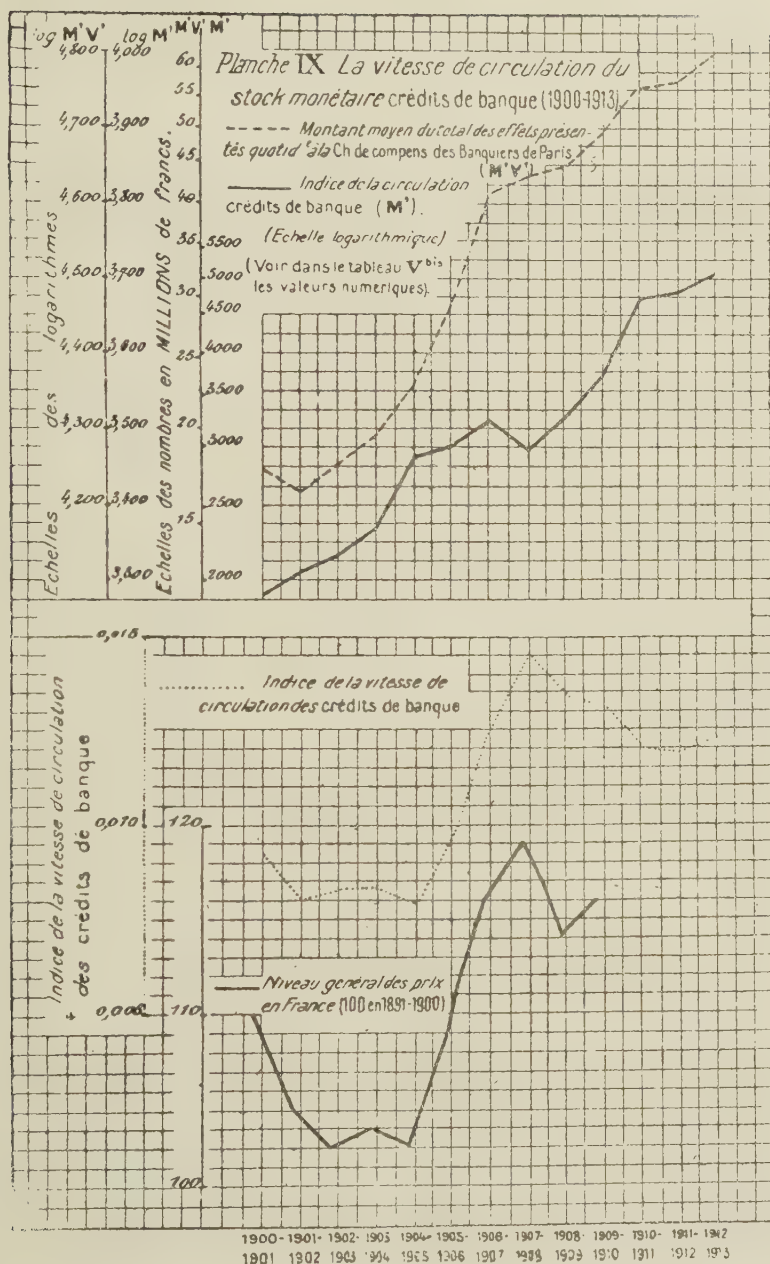
Graphique I (1)

(1) Rueff. Op. cit.

connaître la moyenne des vitesses des stocks individuels. Cependant, la constance relative du rapport M'/M du mon-

	Indice $M'V'$	Indice M'	Indice $V' = \frac{M'V'}{V'}$
1920			
1	476	13079	0,036
2	577	13495	0,042
3	537	13405	0,040
4	622	13759	0,045
1921			
1	601	13110	0,045
2	615	13206	0,046
3	485	12951	0,037
4	598	13318	0,037
1922			
1	478	13122	0,036
2	446	13572	0,032
3	519	13495	0,038
4	656	13802	0,047
1923			
1	757	13963	0,054
2	724	14077	0,051
3	762	14544	0,052
4	910	14535	0,062
1924			
1	1567	15413	0,101
2	1325	15204	0,087
3	978	15743	0,062
4	969	15348	0,063
1925			
1	1023	15146	0,067
2	1163	16232	0,071
3	1033	18078	0,057
4	1719	19386	0,088

Tableau I
Indices de la vitesse de circulation des crédits de banque (1920-1925).



Graphique II (1)

(1) Rueff. Op. cit.

tant des crédits en banque à la somme des billets de banque en circulation semble établir que l'attitude du public vis-à-vis des dépôts et vis-à-vis des espèces liquides, les unes et les autres servant d'ailleurs également de moyens de paiement, est à peu de chose près, la même. Le rapport V'/V de la vitesse de circulation des dépôts à la vitesse de circulation des billets et numéraires présente donc vraisem-

	Indice $M'V'$	Indice M'	Indice $V' = \frac{M'V'}{V'}$
1900 — 1901	17,614	1,904	0,0092
1901 — 1902	16,459	2,036	0,0080
1902 — 1903	17,866	2,148	0,0083
1903 — 1904	19,545	2,345	0,0083
1904 — 1905	22,938	2,894	0,0079
1905 — 1906	29,493	3,003	0,0098
1906 — 1907	40,979	3,232	0,0126
1907 — 1908	43,104	2,964	0,0145
1908 — 1909	44,247	3,285	0,0134
1909 — 1910	49,005	3,732	0,0131
1910 — 1911	56,154	4,677	0,0120
1911 — 1912	57,381	4,813	0,0119
1912 — 1913	62,382	5,058	0,0123

Tableau II

Indices de la vitesse de circulation des crédits de banque (1900-1913).

blablement à son tour une certaine permanence, et il est possible, dès lors, d'étendre à la vitesse de circulation des espèces liquides les conclusions admises pour la vitesse de circulation des dépôts.

Entre les mouvements des prix et la vitesse de circulation des instruments monétaires existe une relation indéniable, et de ce que la masse des moyens de paiement varie dans une moindre proportion que la rapidité avec laquelle ils se transmettent, cette dernière paraît même l'élément essen-

tiel dont, pour la plus grande part, les oscillations déterminent à chaque instant l'équilibre de l'équation des échanges.

Encore faut-il savoir si les prix reflètent inéluctablement les fluctuations des instruments monétaires et de leur vitesse de circulation, et si parfois, au contraire, une modification des prix, provoquée par des causes extérieures, n'impose pas à l'économie monétaire du pays l'adaptation nécessaire.

CHAPITRE III

CHANGES, PRIX, MONNAIE

La relation

$$MV + M'V' = P Q$$

exprime que le montant des paiements effectués en une certaine période est identiquement égal à la valeur des biens payés en cette période. Traduisant exclusivement ce fait que le prix de toute marchandise est sa valeur en monnaie, elle donne, sous une forme analytique la définition des prix. Quelles que soient les influences qui s'exercent sur chacun des facteurs M , M' , V , V' , P , Q , il est donc impossible que l'équation des échanges ne soit pas vérifiée. Celle-ci, d'autre part, ne comporte aucune interprétation causale. Elle affirme, entre les six facteurs précédents, l'existence d'un équilibre permanent, mais n'implique aucun rapport de cause à effet entre les variations des termes du premier membre et celles des termes du second, ni réciproquement.

La théorie quantitative, cependant, qui longtemps a seule interprété l'équation des échanges, désignait les quantités monétaires et leur vitesse de circulation comme les principaux agents des mouvements généraux des prix. Or, les expériences récemment vécues par tous les pays ont nettement infirmé ce lien de causalité, de la monnaie aux prix. Les prix subissent des influences indépendantes de celles des termes monétaires, et comme l'équation des échanges est

obligatoirement à tout instant satisfaite, une variation des prix provoque assurément une variation proportionnelle des unités monétaires en circulation.

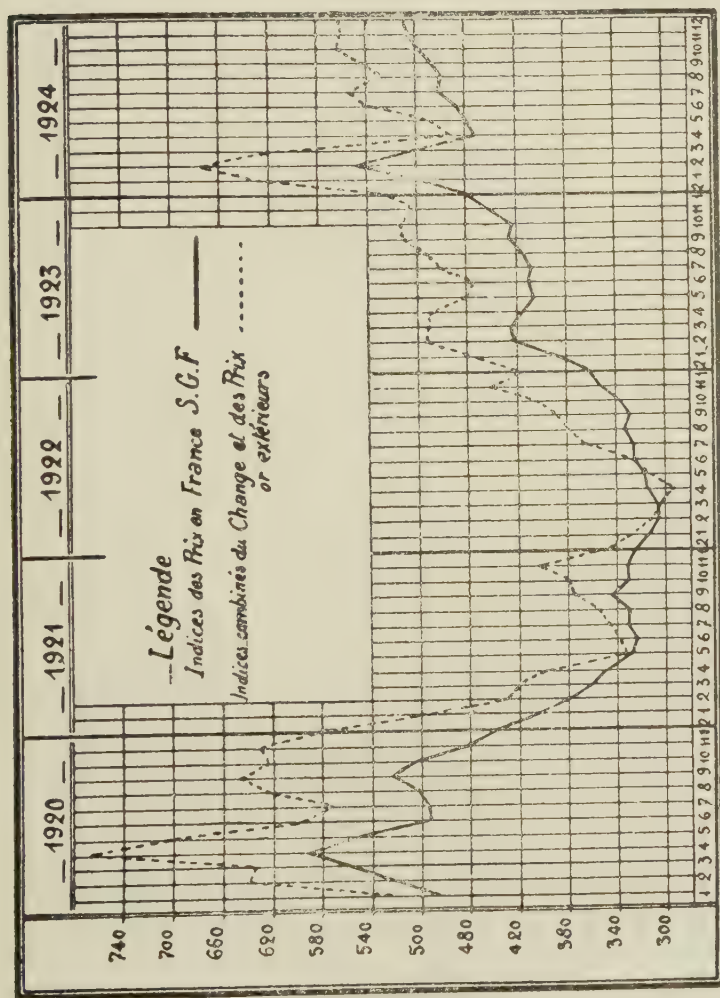
*
**

Le « chevillage » du change ayant cessé dès la fin de la guerre, une dépréciation rapide et considérable du pouvoir d'achat extérieur du franc marque l'année 1919, pendant que, toutefois, continuaient de s'accroître la circulation, de s'élever le niveau général des prix. Au cours de la période 1920-1924, au contraire, des trois grandeurs, circulation, prix et change, la première « reste presque stationnaire, réduite à un rôle manifestement passif, alors que les deux autres accusent de très fortes variations.(1) »

La représentation logarithmique des indices des prix de gros et du cours du dollar à Paris donne, en effet, compte non tenu de leur différence de niveau, des courbes assez voisines. Cependant, le rapprochement y gagne en rigueur, si, au pouvoir d'achat intérieur du franc par rapport aux marchandises — exprimé par l'indice des prix de gros en France, — on compare son pouvoir d'achat extérieur par rapport, non plus au dollar, mais également aux marchandises — c'est-à-dire au cours du dollar corrigé par l'indice des prix américains. Les courbes obtenues ainsi accusent des mouvements de direction sensiblement parallèles pour toute la durée des cinq années et d'une remarquable simul-

(1) Aftalion. « Monnaie, prix et change », d'où sont extraites les données numériques au texte et les graphiques qui s'y rapportent (pages 34, 36 et 38).

tanéité. Mais la dépréciation intérieure du franc se maintient



Graphique III

Le prix en France et les indices combinés du change et des prix-or extérieurs de 1920 à 1924 (1).

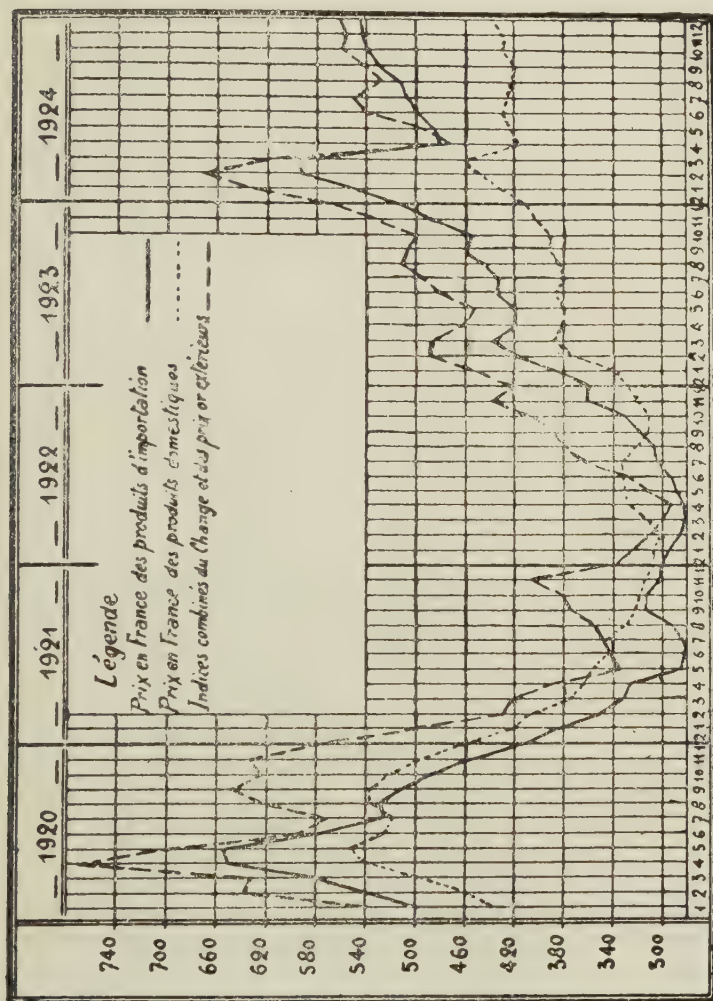
(1) Aftalion, *op. cit.*

presque constamment inférieure à la dépréciation extérieure, davantage toutefois en période de hausse des prix, dans une moindre mesure en période de baisse, l'intensité des variations étant d'ailleurs moins grande pour les prix intérieurs que pour les prix américains combinés au cours du dollar. (Graphique III).

La difficulté, pour les prix-papier, d'atteindre un niveau équivalent à celui des prix-or semblerait indiquer déjà qu'une influence s'exerce de la dépréciation extérieure de la devise sur son pouvoir d'achat intérieur. Cependant, la comparaison avec la dépréciation extérieure du franc, non plus du niveau général des prix intérieurs, mais des indices des produits d'importation, d'une part, des produits domestiques, de l'autre, dont la moyenne constitue l'indice général des prix, permet d'affirmer qu'entre le cours du dollar et le pouvoir d'achat intérieur du franc existe un rapport de causalité. (Graphique IV).

Tandis qu'en effet apparaît un assez grand parallélisme entre les trois courbes envisagées, la courbe des produits d'importation accuse des variations sensiblement plus amples que celle des produits domestiques. Les marchandises importées subissent des réactions à peu de choses près semblables à celles des prix américains évalués en francs. De notables écarts séparent, au contraire, ces derniers des prix de la production nationale. Nul doute pourtant que le niveau des prix extérieurs détermine directement et en tout état de cause le prix des importations, et que sur la production domestique son action soit plus indirecte. Ainsi la conclusion s'impose que la dépréciation extérieure de la devise réagit sur son pouvoir d'achat intérieur. Or, si les prix américains ont beaucoup oscillé au cours des deux premières années, l'amplitude de leurs variations a considé-

ablement diminué après 1921, et il devient impossible,

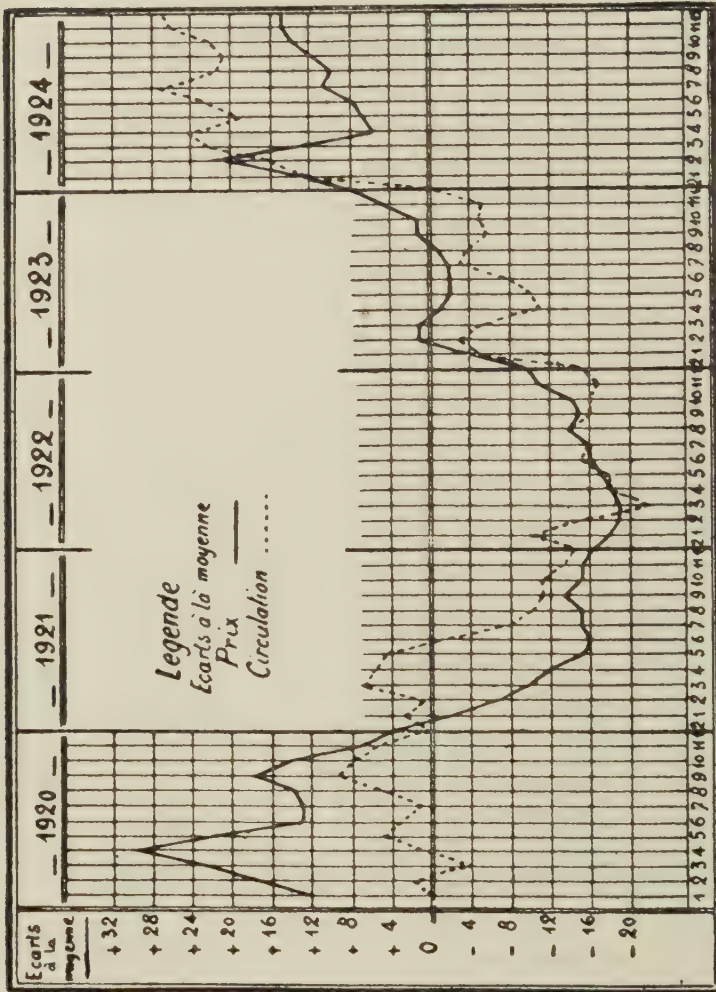


Graphique IV

Prix en France des produits d'importation, des produits domestiques et indices combinés du change et des prix-or extérieurs de 1920 à 1924. (1).

(1) Aftalion, *op. cit.*

pour la période 1921-1924 de ne pas imputer au change les variations du pouvoir d'achat intérieur.



Graphique V

Circulation et prix de 1920 à 1924 après élimination des différences d'intensité des variations et des fluctuations d'origine Saisonnière de la circulation. (1)

(1) Aftalion, op. cit,

Aux mouvements des prix semblent correspondre, dans le même intervalle de cinq années, des oscillations, d'ailleurs beaucoup moins fortes, de la circulation-billets. L'indice des prix passe en effet de 588 en avril 1920 à 306 en février 1922, 508 en décembre 1924. Le montant des billets émis par la Banque de France atteint, aux mêmes dates, respectivement 37,7 ; 36,3 ; 40,6 milliards. De février 1922 à décembre 1924 le niveau des prix s'élève ainsi de 66 pour cent, la circulation s'accroît seulement de 12 pour cent.

L'élimination, d'une part, de cette différence d'intensité entre les mouvements des prix et de la circulation, d'autre part des fluctuations d'origine saisonnière de la circulation, fait apparaître des courbes qui, dans leurs variations générales, concordent manifestement (Graphique V). Encore la courbe de la circulation, presque toujours à droite de celle des prix, indique-t-elle un retard sensiblement permanent des mouvements de la circulation sur ceux des prix. Ce retard n'est pas, du reste, d'une grandeur constante. Il faudrait avancer la courbe de la circulation de cinq mois avant l'année 1921, c'est-à-dire pendant la période de baisse des prix, d'un mois seulement après 1921, c'est-à-dire pendant la période de hausse, pour l'amener à coïncider plus exactement avec la courbe des prix.

La concordance des variations générales des deux courbes et le retard des mouvements de la circulation sur ceux des prix permettent d'imputer aux variations des prix celles de la circulation. Cependant, l'équation des échanges est nécessairement, à tout instant vérifiée. Dès lors, si les prix ne réagissent sur les quantités monétaires en circulation que dans une mesure très faible et au bout d'un temps plus ou moins long, c'est que, pendant cet intervalle et dans la mesure où ne se modifie pas la somme des moyens de paie-

ment, la vitesse de circulation rétablit l'équilibre détruit par la variation des prix.

De fait, de 1921 à 1924, le mouvement général des caisses de la Banque de France s'élève de 176 à 271 milliards de francs en billets, soit une augmentation de 43 pour cent, tandis que la circulation-billets ne s'accroît entre ces deux années que de 37,7 à 40 milliards, soit 6 pour cent. Le montant total des effets présentés à la Chambre de Compensation des Banquiers de Paris passe, dans le même intervalle de temps, de 167 à 368 milliards, soit une augmentation de 120 pour cent, alors que les dépôts ne se développent pas de plus de 25 pour cent. Et cette accélération de la vitesse de circulation est bien, elle aussi, dans la période envisagée, l'effet de la hausse des prix, puisque, si elle en était la cause, elle provoquerait assurément une hausse égale des marchandises d'importation et des produits nationaux.



Bien d'autres pays offrent ainsi l'exemple d'une circulation presque immobile, alors que s'accroît le niveau général des prix, en rapport avec la hausse des changes étrangers.

En Belgique, d'avril 1922 à février 1924, l'augmentation est de :

121 % pour le cours du dollar

89 % pour les prix

21 % pour la circulation,

et après l'échec de la première stabilisation, dans la période

mars 1926-fin octobre 1926, la progression s'inscrit à :

64 % pour le change

54 % pour les prix

18 % pour la circulation.

Plus frappants encore sont les contrastes présentés par l'Allemagne. En février 1923, par rapport à mai 1921, si la circulation est multipliée par le coefficient 44, le cours du dollar par le coefficient 470, le niveau général des prix l'est par le coefficient 430. Les émissions incessantes de billets ont sans doute pu provoquer une certaine hausse des prix. Cependant l'allure de celle-ci est telle que seule peut l'expliquer la hausse de même amplitude du change.

Au cours de périodes déterminées, les changes impriment donc au niveau général des prix intérieurs des hausses qui, à leur tour, provoquent des variations correspondantes de la vitesse de circulation et, au bout d'un certain temps seulement, du montant des instruments monétaires.

La dépréciation de la devise n'a pas alors pour cause l'accroissement des unités monétaires en circulation. Dans l'équation des échanges, la modification des termes M , M' , V , V' , traduit les variations du pouvoir d'achat de la devise, exprimée par le niveau général des prix. Le rapport nécessaire de causalité, qui, d'après la théorie quantitative, lie la monnaie aux prix, se trouve par là nettement infirmé.



L'assujettissement des prix au change est, d'ailleurs, non moins manifeste dans l'hypothèse opposée de la baisse et dans celle de la stabilité. Sans que se produise une réduction sensible des instruments monétaires, la baisse des chan-

ges étrangers suffit pour entraîner une réduction voisine des prix. C'est ainsi qu'en Tchéco-Slovaquie, entre mai 1922 et décembre 1923, la diminution est de :

34 % pour le dollar

33 % pour les prix

4,1 % pour la circulation

En Finlande, de décembre 1921 à décembre 1923 :

23 % pour le dollar

15 % pour les prix

0,3 % pour la circulation.

La baisse des prix obéit assurément à celle du dollar, et, pour rétablir l'équilibre de l'équation des échanges, la vitesse de circulation ralentit dans la mesure où ne se réduit pas la masse de billets et de crédits en banque.

Nul doute non plus que la stabilité des changes ne détermine aussi la stabilité des prix. Dans tous les pays, en effet, où la stabilisation monétaire est suivie du rapatriement des capitaux nationaux et de l'afflux, dans un but spéculatif, de capitaux étrangers, se produit une augmentation des moyens de paiement sans que cet accroissement soit cause de hausse des prix.

La stabilisation allemande, qui date des premiers mois de 1923, détermine immédiatement une grande augmentation de la circulation :

fin novembre 1923 : 998.000.000 mark-or

fin décembre 1923 : 1.546.000.000 mark-or

fin décembre 1924 : 3.776.000.000 mark-or

En Autriche, la stabilisation remonte à la fin de 1922.

La circulation s'accroît aussitôt :

Septembre 1922 : 2.278.000.000 couronnes

Décembre 1922 : 4.080.000.000 couronnes

Décembre 1923 : 7.126.000.000 couronnes

Dans aucun de ces deux pays les prix n'accusent, aux mêmes moments, une élévation sensible. (1)

Bien que moins frappant, l'exemple de la France dans la période de stabilisation de fait conduit toutefois aux mêmes conclusions. En vue de maintenir le cours de la livre sterling entre les limites étroites qu'elle s'est fixée, la Banque de France est contrainte, à partir de décembre 1926, d'acquiescer les devises offertes qui, pour trouver preneur sur le marché, risquent de provoquer une revalorisation du franc. Les achats de devises prennent rapidement une considérable extension. Le poste « divers » de l'actif où sont comptabilisées ces créances sur l'étranger passe en effet de 4.737 millions de francs le 23 décembre 1926 à 22.321 millions, le 30 juin 1927, 26.550 millions le 29 décembre 1927, et 31.305 millions le 21 juin 1928.

L'augmentation des engagements actuels de la Banque n'est certes pas en rapport avec l'accroissement du poste « divers ».

(en millions de francs)

	Billets en circulation	Dépôts (privés et de la Caisse)	Total
23 Décembre 1926	52.233	5.324	57.557
30 juin 1927	52.107	12.371	64.478
29 Décembre 1927	56.550	10.480	67.030
12 Avril 1928	60.026	7.999	68.025

C'est qu'en effet tous les francs créés par l'Institut d'émission à l'occasion des achats de devises ne restent pas dans la circulation. Etant donné le ralentissement de l'activité économique, leurs détenteurs en déposent une grande partie dans les banques, qui les remettent en compte-courant à vue

(1) Aftalion. *Information* du 23 mars 1928.

au Trésor. Ce dernier, profitant d'une aisance inespérée, transfère ces fonds disponibles à l'Institut d'émission et réduit d'autant le montant des avances de la Banque à l'Etat. De fait, les avances passent

de 36.450 millions de francs, le 23 décembre 1926
à 26.850 millions de francs, le 30 juin 1927
24.550 millions de francs, le 29 décembre 1927
23.800 millions de francs, le 12 avril 1928.

Les remboursements du Trésor, à vrai dire, ne sont pas définitifs, puisque subordonnés à la confiance des déposants, et ils menacent la Banque d'une augmentation nouvelle de ses billets et comptes-courants créditeurs.

Cependant, l'accroissement des engagements tant actuels qu'éventuels, de l'Institut d'émission, n'exerce sur les prix aucune influence sensible.

INDICE DU NIVEAU GÉNÉRAL DES PRIX

Décembre 1926	640
Février 1927	645
Mai 1927	642
Août 1927	631
Octobre 1927	600
Décembre 1927	617
Février 1928	622
Mai 1928	646

L'abondance inusitée des disponibilités pécuniaires n'est certes pas la cause de la légère ascension des prix qui se manifeste depuis octobre 1927, et que justifient d'abord les mesures prises, quelques mois auparavant, en faveur de la production agricole, et peut-être plus tard une certaine reprise de l'activité économique obligeant les industriels

à importer des matières premières à des prix supérieurs aux prix français. (1)

En réalité, cet accroissement de la circulation qui suit immédiatement la stabilisation d'une devise est partiellement apparente. Lorsque la monnaie se déprécie dans les proportions où se sont dévalorisés le mark ou la couronne autrichienne, des devises étrangères, parfois même des marchandises sont utilisées à l'intérieur du pays comme intermédiaires dans les échanges, de préférence à la devise nationale au pouvoir d'achat trop incertain. Ces moyens provisoires de paiement cessent de circuler quand la stabilisation du change rend à la monnaie nationale la confiance du public, mais il faut alors que l'abondance des émissions permette l'économie des instruments exceptionnels d'échange. D'autant plus, d'ailleurs, qu'au moment où se rétablit la confiance, la vitesse de circulation se modère et pour effectuer les transactions la valeur-or des instruments monétaires émis se révèle insuffisante. En période de dépréciation, en effet, les émissions ne sont jamais assez rapides pour corriger l'effet de la baisse monétaire, et c'est la vitesse de circulation qui, par son accroissement, rétablit l'équilibre de l'équation des échanges. Mais toute inquiétude disparue quant à l'avenir de leur pouvoir d'achat, les détenteurs de billets et crédits ne redoutent plus de conserver ces derniers. Aussi bien en faut-il davantage puisque chaque unité monétaire assure, dans le même intervalle de temps, un moins grand nombre d'échanges.

Ainsi, il n'y a pas de lien nécessaire entre les émissions fiduciaires et la hausse des prix.

(1) Pour le mois d'avril, notamment, la Statistique Générale de la France fait apparaître une hausse presque exclusive des produits d'importation.



Contrairement aux interprétations de la théorie quantitative de la monnaie, aucun rapport de causalité ne subordonne irrémédiablement les prix à la circulation des moyens de paiement. Le niveau général des prix se règle, dans maintes occasions, sur le change, et il imprime alors à la circulation des unités monétaires les variations qui rétablissent l'équilibre de l'équation des échanges. Celui-ci du reste, est souvent obtenu davantage par une modification de la vitesse de circulation que par la quantité des billets émis et des crédits ouverts, la vitesse de circulation étant plus sensible que le montant des instruments monétaires aux variations des prix. Par là s'explique qu'au bout d'un certain temps de stabilité monétaire se produise une modification des valeurs respectives de M et V , d'une part, M' et V' , d'autre part, malgré la fixité du niveau général des prix.

Les émissions fiduciaires ne constituent pas toujours le mal monétaire qu'est l'inflation et la notion d'inflation est sans doute plus complexe que celle d'un simple accroissement des billets de banque émis. Mais peut-être cette conception primitive traduit-elle déjà le pressentiment d'une proportion nécessaire des émissions fiduciaires et de l'or, que risque de modifier dangeureusement une augmentation des billets en circulation.

DEUXIEME PARTIE

OR ET CRÉDIT

Si tout accroissement des moyens de paiement n'est pas indistinctement synonyme d'inflation, c'est évidemment qu'il n'y a d' « inflation » qu'autant que se développe par rapport à une autre grandeur la circulation des instruments d'échange. La réserve d'or du pays est peut-être alors le terme de comparaison qui donne à l'accroissement des moyens de paiement sa signification monétaire, tant il est vrai que l'or est considéré aujourd'hui comme le fondement de toute structure monétaire. L'augmentation de la circulation fiduciaire sans augmentation correspondante du stock d'or du pays, réduisant le « gage » qui donne aux émissions fiduciaires toute leur valeur, serait susceptible, pour cette raison, d'entraîner une hausse des prix.

CHAPITRE I

LA THÉORIE DU GAGE

Dans une économie basée sur la division du travail, la monnaie est l'instrument qui facilite la circulation juridique des richesses. Cependant la monnaie se présente dans les sociétés modernes, sous différents aspects : numéraire, billets, crédits en banque, auxquels on est loin de donner la même signification

*
**

Les fonctions monétaires déterminent les qualités dont une bonne monnaie doit justifier. Une marchandise, dit-on, pour être apte à jouer le rôle d'intermédiaire dans les échanges et de commune mesure des valeurs, doit posséder « une utilité appréciée de tous, cause d'une demande générale et soutenue, une divisibilité matérielle parfaite. » (1)

L'or remplit au mieux ces deux conditions. Aussi bien est-il, depuis le milieu du ^{xix}^e siècle considéré comme « la matière monétaire par excellence ». (1) Au surplus, deux propriétés le caractérisent, qui l'appellent à de nou-

(1) Arnauné, Monnaie, Crédit et Change.

velles et importantes fonctions. La rareté, conférant à l'or un grand pouvoir d'achat sous un faible volume, en fait un instrument puissant de transport des richesses, partant le destine à un rôle international. Jointe à la difficulté de son extraction, l'inaltérabilité de ce métal, d'autre part, est le gage de la permanence relative du stock d'or, et, en conséquence, de la stabilité de sa valeur. Cette stabilité explique à la fois l'emploi de l'or comme instrument monétaire dans un nombre toujours croissant de pays et son aptitude spéciale à la thésaurisation, puisque son inaltérabilité garantit l'invariabilité de son pouvoir d'achat.

L'or n'est sans doute pas le seul métal affecté à un usage monétaire. Le cuivre, le nickel et l'argent servent dans les transactions de monnaies d'appoint. Leur pouvoir d'acquisition étant effectivement trop instable pour leur permettre de jouer le rôle de monnaie et insuffisant pour faire circuler les masses considérables de richesses que la monnaie doit aujourd'hui pouvoir déplacer, ces métaux ne font plus que représenter, sous un volume assez important, les fractions de la plus petite pièce d'or que leur poids minime rendrait assurément d'un emploi peu pratique.

Les monnaies d'appoint figurent, malgré tout, un pouvoir d'achat sensiblement supérieur à celui que possède normalement la matière dont elles sont formées. Elles empruntent à l'or, contre lequel elles s'échangent, le pouvoir d'achat dont elles sont investies, aussi bien le caractère fiduciaire de leur valeur exige-t-il qu'elles ne soient créées que sous des quantités limitées. Tandis que l'or bénéficie de la frappe libre, l'Etat se réserve à lui seul de transformer en numéraire, suivant les besoins des échanges, les autres métaux.

*
**

La monnaie d'appoint n'est cependant, parmi d'autres, qu'un aspect de la monnaie fiduciaire. Les billets de banque, qui circulent de main en main, et les crédits de banque, qui circulent de compte à compte, empruntent de même à l'or leur pouvoir d'achat. La monnaie fiduciaire, quelle qu'elle soit, n'est pas, en effet, la simple représentation d'une égale quantité d'or mise en réserve. Il faut donc, pour qu'un régime monétaire reste « sain », que billon, billets et crédits en banque remplissent un rôle purement subsidiaire et soient à tout instant convertibles en or. « Le respect de cette condition essentielle n'empêche pas la monnaie de papier de prendre un développement déjà considérable ; mais il impose à l'émission de toute monnaie fiduciaire une série de réglementations impératives. (1)

Les billets de banque sont créés par des établissements dont le rôle est de concentrer dans leurs caisses les espèces métalliques en circulation dans le public, pour ouvrir ensuite des crédits, grâce à ces espèces. La Banque d'émission, en échangeant contre du papier les lingots et pièces d'or que lui apporte le public, fait circuler sous forme de billets le métal qui, dorénavant, ne doit plus, en principe quitter ses caves. Toutefois, elle ne se borne pas à transformer la circulation métallique en une circulation de certificats d'or. Sur la base des espèces qu'elle conserve en caisses, elle émet de nouveaux billets au profit de ceux qui requièrent d'elle un emprunt. Elle peut, sans doute, faire du crédit en prêtant directement les espèces métalliques reçues

(1) G.-E. Bonnet. Les expériences monétaires contemporaines.

d'autre part, mais dans un pays où l'habitude est prise de rapporter les espèces à la Banque, celle-ci a tout avantage à prêter des billets plutôt que du métal, puisque l'or lui reviendra tôt ou tard. Ainsi la circulation des billets augmente au fur et à mesure que la Banque fait du crédit, tandis que son encaisse reste invariable, sauf l'accroissement qui peut résulter d'un apport nouveau d'espèces. Au bout d'un certain temps, la Banque se trouve avoir une encaisse inférieure à son émission.

Elle ne peut, cependant, accorder indéfiniment du crédit sans compromettre dangereusement la liquidité de ses engagements. Le billet de banque qu'elle remet en échange de l'effet de commerce escompté, étant une promesse de payer une certaine somme à vue et en espèce métalliques, elle s'oblige nécessairement à ne jamais émettre de billets au-delà du point où les demandes de remboursement dépasseraient les espèces qui lui seraient apportées tous les jours. La précaution que prend la Banque de n'affecter qu'à des emplois à court terme les fonds déposés chez elle, lui permet de réadapter constamment son émission aux chances de demandes de remboursement. En effet, le commerçant qui a obtenu, en échange d'une traite de trois mois, l'équivalent en billets de la valeur actuelle de celle-ci, au bout du trimestre, ou bien restitue à la Banque les billets qu'elle lui lent en ilblets de la valeur actuelle de celle-ci, au bout du avait avancés, ou bien lui apporte des espèces métalliques. Dans les deux cas le montant des billets non couverts par de l'or se trouve réduit à ce qu'il était au moment de l'opération d'escompte, et rien n'oblige la Banque, si elle craint des demandes de remboursement, à renouveler ce prêt. D'ailleurs la limite d'émission est d'autant plus lointaine que la concentration bancaire est plus considérable, un re-

trait de métal étant peu à craindre si les apports d'espèces dus à une nombreuse clientèle, sont trop fréquents. Du moins y a-t-il à la distribution du crédit un maximum que l'expérience détermine pour chaque pays et pour chaque époque et que la Banque doit s'interdire de dépasser.

Le souvenir des abus des Banques d'émission et l'importance attribuée au principe de la convertibilité en or des engagements de la Banque expliquent l'intervention de l'Etat en vue de limiter les émissions fiduciaires. Dans presque toutes les nations la faculté d'émission est réservée à un Institut central unique, dont le privilège a pour contrepartie certains services rendus par la Banque à l'Etat, mais surtout une réglementation rigoureuse fixe les conditions dans lesquelles la Banque privilégiée peut émettre des billets. Tantôt la loi détermine le maximum des émissions que la Banque ne pourra dépasser sans demander aux pouvoirs publics une nouvelle autorisation. Tantôt la législation impose une certaine proportion de l'encaisse à la circulation-billets, qu'en vertu de la coutume générale il établit, assez arbitrairement d'ailleurs, entre 30 et 40 pour cent. Plus rarement enfin, ce gage-or doit garantir, en vertu de l'identité de nature des billets et des dépôts, la convertibilité non seulement de la circulation-billets, mais encore des comptes-courants créditeurs de la Banque d'émission.



Les dépôts sont, à vrai dire, des instruments de crédit au même titre que les billets de banque. Comme la Banque d'émission, la Banque de dépôt reçoit des particuliers les encaisses dont ces derniers disposent, avec cette seule différence que le public remet à la Banque de dépôt des billets

aussi bien que de l'or. Mais si la Banque de dépôt inscrit en compte le montant des encaisses qu'elle reçoit, elle crédite encore les comptes de ses clients du chiffre des avances qu'elle leur consent.

Rarement, en effet, la Banque qui escompte une traite verse à l'emprunteur de l'or ou des billets de banque puisque, dans un pays habitué au mécanisme des dépôts, ces espèces finiraient toujours par lui revenir. Elle se contente d'inscrire au crédit de l'emprunteur le montant de la somme prêtée, de même qu'elle crédite le compte du déposant qui lui abandonne temporairement ses disponibilités en espèces. Les « dépôts » circulent de compte à compte, soit à l'intérieur de la même Banque, soit d'une Banque à l'autre et dans un régime de pluralité des Banques de dépôts, un crédit ouvert par une banque, lorsqu'il est transféré à une autre banque, constitue pour celle-ci un dépôt qui l'autorise à effectuer de nouvelles avances. Ainsi les « dépôts » dans les banques sont créés dans une faible mesure par les espèces qui leur sont directement versées, mais pour la plus grande partie par les prêts qu'elles consentent et qui aboutissent également à des inscriptions de crédit dans leurs livres. De même que la Banque d'émission, la Banque de dépôt fabrique du pouvoir d'achat, puisqu'elle fait circuler plus d'inscriptions en compte qu'elle ne reçoit d'espèces liquides.

Elle est cependant limitée dans cette création par la nécessité de pouvoir, à tout instant, rembourser en or ou en billets les chèques que ses créanciers lui présentent. Aussi bien ne prête-t-elle qu'à court terme, afin de réadapter plus facilement son encaisse aux risques de remboursement qu'elle prévoit et de maintenir de cette façon un rapport suffisant entre ses engagements et ses réserves liquides. Ce rapport du reste, peut être d'autant moins grand que l'établissement

de crédit, ayant une clientèle plus nombreuse, est mieux assuré d'un renouvellement continu et régulier des dépôts qui lui sont confiés, et que, d'autre part la Banque a la ressource d'accroître ses disponibilités monétaires, quand le besoin s'en fait sentir, en réescomptant à l'Institut d'émission son portefeuille commercial.

Aucune réglementation n'impose directement aux Banques de dépôt l'obligation de conserver une certaine proportion d'encaisse par rapport à leurs exigibilités. Les circonstances diffèrent tellement de l'une à l'autre que ce qui pour l'une suffirait à peine, serait pour l'autre exagéré. Une mesure générale, partant arbitraire, risquerait d'enlever à la distribution du crédit la souplesse sans laquelle ce dernier est plus nuisible qu'utile. D'ailleurs, l'Institut d'émission ne pouvant donner satisfaction aux demandes de réescompte que dans la mesure où le montant des billets mis en circulation n'atteint pas la limite instituée par la loi, l'importance du gage-or détenu par la Banque centrale en vue d'assurer la convertibilité du billet détermine en définitive aussi l'importance de l'encaisse que doit toujours conserver la Banque de dépôt, en vue d'assurer la convertibilité à toute réquisition de ses « dépôts » en espèces liquides.

L'encaisse métallique de l'Institut d'émission constitue donc la base de toute la structure monétaire. Billets et dépôts, constamment échangeables contre de l'or, empruntent à ce dernier leur pouvoir d'achat, aussi bien l'exagération des émissions fiduciaires qui rend impossible la convertibilité des instruments de crédit, provoque-t-elle une dépréciation de la devise. Pour éviter l'inflation, la nécessité s'impose à la Banque centrale de protéger le gage-or contre une réduction excessive.



Deux dangers menacent le gage-or : une diminution absolue, sous l'effet d'une balance des comptes déficitaire; une diminution proportionnelle, s'il se manifeste une demande exagérée de billets, tant de la part des particuliers que de la part des Banques de dépôt. Pour prévenir l'un et l'autre risque, l'Institut d'émission recourt à la méthode classique du relèvement du taux de l'escompte.

La hausse de l'escompte officiel exerce à la fois une action sur les mouvements internationaux de capitaux, et une action sur la distribution du crédit à l'intérieur du pays.

Si une balance des comptes déficitaire, par la baisse de la devise qu'elle détermine, incite les spéculateurs à exporter de l'or, la hausse du taux de l'escompte, par contre, provoque l'afflux de capitaux à l'intérieur du pays, et la baisse des changes étrangers qui en résulte arrête les exportations de métal. En effet, le relèvement du taux de l'escompte fait renoncer les banques étrangères à rapatrier les disponibilités qu'elles détiennent momentanément dans la place à change déprécié. Bien plus, elles engagent leurs correspondants sur cette place à tirer des traites sur elles-mêmes, de manière à prêter les fonds correspondants à un intérêt plus avantageux.

Les banques de la place à change favorable, de leur côté, renoncent à acheter des lettres de change sur les autres places. Elles se font même remettre par les établissements de crédit étrangers les disponibilités qu'elles leur ont provisoirement laissées et le montant des emprunts qu'elles obtiennent sur ces marchés.

Ainsi se trouve en même temps réduite l'offre de la devise dépréciée et accrue la demande dont elle est l'objet.

L'afflux des capitaux à court terme comble temporairement le déficit de la balance des comptes.

Sous l'action de ces créances nouvelles, le cours de la devise se relève, supprimant tout l'avantage qu'ont les spéculateurs à exporter du métal, tandis que la hausse de l'intérêt stimule les importations d'or.

Cependant l'influence de la Banque centrale n'est efficace que si l'ensemble du marché monétaire suit sa direction.

La plupart des opérations à court terme s'effectuent au taux d'escompte du marché monétaire privé, non au taux d'escompte officiel. La hausse de ce dernier n'est donc suivie d'une hausse des taux privés que si les établissements de crédit, à cours de disponibilités, doivent faire appel à l'Institut d'émission pour le réescompte de leur portefeuille. La très grande abondance des capitaux des Banques de dépôt fait échouer, par conséquent, l'action internationale du relèvement de l'escompte officiel : le taux couramment pratiqué sur le marché, restant favorable aux emprunteurs, n'attire pas les capitaux en quête de placements avantageux.

La même facilité monétaire annihile l'action nationale de la politique d'escompte.

En principe, une hausse de l'escompte officiel, qui provoque une hausse de l'escompte privé, décourage les demandes de crédit et améliore proportionnellement le gage-or. Cependant dans le cas où les Banques de dépôt, assez fortes pour ne pas réescompter leur portefeuille auprès de l'Institut d'émission, fixent librement leur taux d'escompte, aucun resserrement du crédit ne suit l'impulsion donnée par la Banque centrale.

Or, la concentration bancaire actuelle confère aux établissements de crédit une puissance qui leur assure normalement, vis-à-vis de l'Institut d'émission, une grande indépendance. La tâche de défendre le gage-or devient malaisée, et, pour obliger les Banques privées à recourir au réescompte, l'Institut d'émission est contraint de mettre en œuvre des procédés nouveaux. C'est ainsi qu'aujourd'hui toute Banque centrale dispose soit de titres de rente, soit de bons du Trésor, qu'elle offre sur le marché monétaire lorsqu'elle veut provoquer un resserrement du crédit. En réduisant de la sorte les disponibilités du marché, elle engage les Banques privées à observer l'indication du taux officiel, dans l'éventualité de demandes de remboursement qui les obligeraient à réescompter leur portefeuille.

Si la politique du taux de l'escompte, rendue plus efficace par ces détours désormais nécessaires, garantit la stabilité relative du gage-or, du moins la protection de l'encaisse est-elle obtenue aux dépens de la stabilité des prix.

Le commerce appréhende à juste titre la hausse du taux de l'escompte et le resserrement du crédit qu'elle entraîne, car la cherté de l'argent rend plus difficile le report des opérations en cours et oblige même parfois à liquider ces dernières à des conditions onéreuses. Aussi la Banque de France a-t-elle souvent employé, pour combattre la hausse du change et défendre son encaisse, le procédé de la prime sur l'or vendu en lingots ou en monnaies étrangères et destiné à l'exportation.

Le régime bimétalliste sous lequel vécut la France jusqu'à 1914 autorisait en effet l'Institut d'Emission à rembourser ses billets, soit en or, soit en argent. Lorsqu'un change défavorable menaçait son encaisse, la Banque usait de son droit de rembourser ses engagements en argent. Elle

ne remettait de l'or que moyennant un prix légèrement supérieur, partant élevait dans une mesure proportionnelle le point de sortie de ce métal.

Pareille méthode protégeait sans doute l'encaisse de la Banque de France, mais rien n'empêchait les débiteurs de l'étranger de prélever des pièces dans la circulation ou de demander de l'or aux établissements privés qui en détenaient. Le stock d'or du pays s'affaiblissait donc malgré les efforts de la Banque de France. D'autre part, si la politique de la prime sur l'or défendait l'encaisse de la Banque, elle compromettait l'accroissement de ce gage, aucune hausse de l'intérêt ne tendant à décourager les emprunteurs nationaux, ni à développer l'afflux de l'or étranger.

Ainsi la prime sur l'or se révélait souvent insuffisamment efficace et la Banque de France était obligée de recourir malgré tout à la hausse du prix de l'escompte. Encore celle-ci était-elle moins agissante que dans d'autres pays sur les mouvements internationaux du métal, puisqu'en France la menace d'une prime restait constamment suspendue sur les exportations d'or. Tout particulier hésite, en effet, à déposer un lingot dans un pays d'où il n'est pas certain de pouvoir, à chaque instant, en retirer la valeur sans déduction aucune.

Egalement inférieur à la politique du taux de l'escompte est le procédé, mis en honneur dès avant la guerre par certains Instituts d'émission, et consistant à agir sur le change au moyen d'un portefeuille de devises étrangères.

Lorsqu'une hausse des changes laisse prévoir une exportation d'or, la Banque offre des devises sur le marché, de façon à combattre la dépréciation de l'unité monétaire

nationale. Le portefeuille de change sert donc, du moins dans les crises de courte durée, à conserver l'intégrité de l'encaisse. Malheureusement cette protection peut ne pas être suffisante puisqu'après tout, pour maintenir la convertibilité des instruments de crédit, c'est la valeur relative du gage-or qui importe.

Ainsi, mieux que la prime défensive et la vente de devises, la hausse du taux de l'escompte, par l'attraction de l'or étranger qu'elle exerce et le resserrement du crédit qu'elle provoque, semble garantir l'invariabilité de la valeur relative du gage, partant la convertibilité des émissions fiduciaires.



Malgré l'imperfection d'une telle méthode, le portefeuille de devises a cependant pris, depuis la guerre, une importance considérable et seuls les troubles monétaires récents l'expliquent.

Dans la crainte d'une disette d'or, la Conférence de Gênes, dès 1922, prônait la substitution dans les réserves des Banques d'émission, d'une partie de l'encaisse métallique par des devises étrangères convertibles en or. Une répartition nouvelle du stock d'or mondial risquait en effet de provoquer une réappréciation du métal jaune dont le pouvoir d'achat était alors tombé à 50 % environ de son niveau d'avant-guerre. D'autre part la baisse des prix par laquelle se serait manifestée cette réappréciation de l'or pouvait constituer le plus grand obstacle au rétablissement monétaire des pays à change instable. Enfin ces derniers, soit au moyen d'emprunts extérieurs, soit même grâce à

des crédits de spéculation, devaient éprouver moins de difficulté à se procurer une réserve importante de devises étrangères qu'à réunir le stock d'or nécessaire à leur réforme monétaire.

L'équivalence du métal et des devises immédiatement convertibles en or apparaissait évidente. La supériorité s'imposait même d'une encaisse de devises sur une encaisse métallique, puisque les devises sont d'un encombrement nul et portent intérêt. L'action qu'exerce la vente ou l'achat de devises sur l'ampleur du Crédit intérieur pouvait sembler un auxiliaire précieux du taux de l'escompte, au moment où l'abondance des moyens de paiement, le perfectionnement de l'organisation bancaire et l'état instable du crédit avaient pour conséquence de diminuer l'importance du portefeuille d'effets escomptés aux Banques d'émission.

A vrai dire, une analyse plus minutieuse du Gold Exchange Standard, c'est à dire du régime de convertibilité des billets en devises étrangères, et son application dans plusieurs pays en firent bientôt apparaître les défauts.

Avec un tel régime, sont garantis par la même quantité d'or les devises créées au-dessus du montant de l'encaisse, et le crédit du pays qui, sur l'encaisse formée de ces instruments de crédit, fait à son tour d'autres émissions fiduciaires. Si le gage de la circulation directement convertible en or est considéré comme nécessaire et suffisant, il ne peut vraisemblablement suffire aussi pour la circulation exclusivement convertible en devises.

La superposition d'instruments de crédit entraîne donc, sur le marché international, une inflation qui risque d'être, en cas de crise, suivie d'une brusque déflation, partant de secousses violentes dans l'économie des pays intéressés. Ces

derniers, en effet, deviennent monétairement dépendants l'un de l'autre. Le Gold Exchange Standard grève d'une lourde hypothèque les disponibilités métalliques des pays à convertibilité-or, et la solidité de la monnaie convertible en devises étrangères dépend essentiellement de la stabilité de celles-ci.

La précarité des deux systèmes de crédit superposés est d'ailleurs d'autant plus grande que les transferts de devises constituent un élément régulateur imparfait du cours du change.

Quand l'or circule librement, ses mouvements exercent leur influence sur les deux marchés intéressés à la fois. Une hausse de la livre sterling à Paris attire à Londres l'or français, dès que le point d'entrée de l'or en Angleterre est atteint. La base du crédit s'élargit donc à Londres et se restreint à Paris, provoquant ainsi un écart suffisant des taux d'intérêt pour renverser les courants de capitaux.

Dans l'hypothèse du Gold Exchange Standard au contraire, la baisse de la devise française a pour effet un afflux de devises francs à la Banque d'Angleterre. La masse de capitaux disponibles et la base du crédit d'où cette masse dépend restent inchangés à Paris, puisque exporter des devises, c'est en réalité mettre à la disposition de l'acquéreur étranger le crédit que détenait l'exportateur dans une banque de son pays. Dès lors aucune hausse de l'intérêt ne se manifeste à Paris. Sans doute, sur la place de Londres, à change favorable, l'abondance des disponibilités entraîne le bon marché de l'argent, mais la différence des deux taux n'est pas aussi grande que si l'un et l'autre s'étaient modifiés, à Paris et à Londres, dans des sens opposés. La correction du cours du change est donc moins rapide et moins complète.

Cependant, dans l'état actuel de l'organisation bancaire, les mouvements de capitaux dus aux variations du change ne sont pas seuls à corriger ces dernières. Dès que la baisse de la devise nationale sur le marché des changes fait craindre une réduction de l'encaisse, la Banque centrale devance par une élévation du taux officiel d'escompte, la hausse du taux d'intérêt que l'exportation d'or eût entraînée plus tard. L'argent cher attire les capitaux étrangers et rétablit le cours de la devise, parfois même avant que l'encaisse ait été entamée. Du moins en est-il ainsi sous un régime de Gold Standard. En effet, un exode de capitaux productifs, en raison de l'aisance avec laquelle il s'effectue, ne paraît pas avoir la signification importante attribuée à un exode d'or. Il ne suscite pas de la part des Instituts d'émission intéressés la même vigilance ni une action défensive aussi rapide pour le restreindre. La stabilité de l'encaisse-devises est donc moins bien assurée que la stabilité de l'encaisse-or.

*
* *

Un certain rapport de l'encaisse aux émissions fiduciaires étant le « gage » de la valeur de la monnaie, la protection de ce gage constitue la grande préoccupation de la Banque centrale. C'est donc de la quantité d'or dont dispose l'Institut d'émission que dépend principalement l'offre de crédit. Par là s'explique l'importance attachée aux mouvements de l'or de pays à pays et de continents à continents, que provoque la nécessité d'équilibrer, à tout instant, la balance des règlements de toutes les nations. Les déplacements du métal jaune déterminent les varia-

tions des taux d'escompte, qui tendent elles-mêmes à renverser le sens des courants de capitaux. L'or étant la base du crédit, il s'ensuit évidemment que plus il y a d'or plus le crédit est abondant : le coût de l'argent s'abaisse sur le marché monétaire, et les cours des valeurs mobilières s'élèvent. Sans doute, si des influences contraires se manifestent, — telle une hausse des prix des marchandises exigeant plus de crédit pour financer le commerce et l'industrie, — les effets du stock d'or n'en agissent pas moins cependant, bien que d'une façon non apparente.

Ainsi, la quantité d'or produite détermine le crédit que les Banques peuvent dispenser dans le monde, et dans chaque pays le crédit stimule l'activité économique dans la mesure où la balance des comptes équilibrée ou en excédents protège le stock d'or national ou contribue à l'accroître.

CHAPITRE II

OBJECTIONS

La théorie du gage consiste à déterminer la valeur d'une monnaie, après analyse du bilan de l'Institut d'émission, par le rapport de l'encaisse métallique à la circulation. Elle procède, en effet, de la conception d'après laquelle la monnaie doit être essentiellement une marchandise, et le billet, sans valeur « intrinsèque » une simple « promesse de payer » en numéraire. Dès lors, le billet ne vaut qu'en tant qu'il est « gagé », et, par déduction apparemment logique, il vaut d'autant moins qu'il est moins gagé. Pour relever le cours d'une devise dépréciée, il faut donc améliorer son gage métallique, et comme il est difficile à un pays aux finances désorganisées d'accroître le stock dont il dispose, il lui faut réduire, par une politique de déflation appropriée, la circulation fiduciaire qu'il a exagérée. Une exportation d'or qui, sans doute, pourrait sur le moment influencer favorablement le change, précipiterait au contraire définitivement l'avalissement du billet, puisqu'elle aboutirait à restreindre la base métallique des émissions fiduciaires.

La théorie du gage a inspiré la politique de la plupart des pays, désireux, après la guerre, d'assainir leur monnaie. Pourtant, les expériences récentes sont loin de confirmer toutes les propositions de cette doctrine ancienne, et la conception de la monnaie-marchandise elle-même, qui peut-être s'explique historiquement, semble laisser place à de nombreuses objections.



Déjà le maintien d'un rapport minimum entre l'encaisse métallique de l'Institut d'émission et le montant de ses engagements peut paraître une garantie illusoire, puisqu'aucune disposition obligatoire ne limite les émissions fiduciaires des banques privées. Décider que l'Institut d'émission devra borner la création de ses billets au triple du chiffre de son encaisse, n'implique en aucune façon que le rapport du stock d'or total des établissements de crédit publics et privés au montant global des instruments fiduciaires en circulation ne doive s'abaisser au-dessous d'une limite qui sera, par exemple d'un neuvième. La théorie du gage n'est donc que pure conception de l'esprit, en tant qu'elle considère comme une garantie indispensable l'existence d'une relation de un à trois entre les disponibilités de l'Institut d'émission et ses exigibilités et le maintien de ce rapport arbitraire vaut sans doute beaucoup plus par son influence psychologique que par la sécurité toute relative qu'il procure.

De fait, avant la guerre, les diverses monnaies qui se tenaient aux alentours du pair — c'est-à-dire presque toutes les monnaies européennes — étaient très inégalement gagées. Si la proportion de un tiers entre encaisse et billets de la Banque centrale était, depuis le milieu du siècle dernier, généralement observée, du moins les émissions de crédits en banque avaient-elles pris d'un pays à l'autre une extension très variable. Le gage était donc en réalité sensiblement différent de pays à pays, mais les monnaies européennes ne variaient pas plus pour cela les unes que les autres. Une sortie d'or pouvait toujours rétablir l'équi-

libre de la balance des comptes temporairement déficitaire, aucune exportation massive de capitaux ne se produisant dans ces pays où chacun faisait confiance à la politique monétaire de l'Institut d'émission, à la politique budgétaire et fiscale de l'Etat.

Le rapport de un à trois de l'encaisse de l'Institut d'émission à la circulation-billets se révèle dès lors un critère bien imparfait pour déterminer la nature soi-disant bonne ou mauvaise d'un gage. A cette base ne saurait être lié le pouvoir d'achat plus ou moins grand de la monnaie.

L'invariabilité du gage n'est d'ailleurs pas pour la valeur de la monnaie une garantie de stabilité. Dans la mesure, en effet, où, soit par l'inadvertance des établissements bancaires, soit en raison des besoins exceptionnels de l'Etat, des billets et crédits en banque non productifs de richesses remplacent dans la circulation ceux dont l'émission aurait pu faciliter des opérations commerciales, le nombre des transactions à effectuer sur un stock de richesses en diminution, tend lui-même à se restreindre. Dès lors, si dans l'équation des échanges

$$MV + M'V' = PQ$$

où la somme des deux premiers termes reste constante, Q tend à diminuer, l'équilibre est rétabli par un accroissement de P, c'est-à-dire par une hausse des prix ou une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie. Le gage cependant est resté le même. Seule a changé l'affectation des instruments de paiement et non leur volume. L'emploi des crédits consentis a plus de valeur que le maintien du gage pour assurer à une devise l'invariabilité, du moins relative, de son pouvoir d'achat.

Au surplus, les expériences monétaires faites depuis la guerre, par la plupart des pays, montrent qu'aucun rap-

port évident ne lie la valeur de la monnaie à l'importance du gage, et que les fluctuations de ce dernier sont très fréquemment les effets des variations des prix et du change. De fait, tantôt se produit la hausse des changes et des prix sans diminution notable du gage, tantôt l'appréciation de la devise sans amélioration correspondante du rapport de l'encaisse aux émissions fiduciaires, et la politique de déflation en vue d'accroître le gage devenu insuffisant reste une théorie sans application pratique.

En Belgique notamment, de 1918 à 1925, la réserve d'or reste pratiquement constante, passant seulement de 265 à 274 millions de francs, cependant que d'avril 1922 à février 1924 la circulation-billets monte de 6.302 à 7.652 millions. Le rapport de l'encaisse aux émissions diminue donc de 21 %. Mais, à cette réduction du gage correspond, pendant la même période, une élévation de 121 % du cours du dollar, et de 89 % du niveau général des prix (1). Ce n'est certes pas à l'affaiblissement de 20 % du rapport de la réserve métallique aux billets en circulation que peut être imputée la hausse, proportionnellement sextuple, des devises étrangères, proportionnellement quadruple, des prix intérieurs. Un autre facteur est évidemment à l'origine des changes déréglés constatés pendant cette période. La même observation s'applique au Danemark où l'augmentation atteint, de juin 1922 à juillet 1924 :

34 % pour le cours du dollar ;

30 % pour les prix ;

1 % seulement pour la circulation (1),

tandis que le stock d'or se maintient sensiblement au même palier. En France, enfin, le dollar passe de 27 francs, fin

(1) Cf. Première partie, chapitre III.

décembre 1925, à 44 francs le 22 juillet 1926. L'encaisse-or détenue par la Banque de France reste immuable à 5.748 millions, mais la circulation s'accroît entre les mêmes dates de 49,8 à 55 milliards de francs, provoquant un abaissement du gage de 10 %, qui ne peut justifier la dépréciation du franc de 63 %.

Or la comparaison des courbes du change et des prix, dans ces différents pays et aux époques considérées fait ressortir entre les variations de ces deux indices une remarquable simultanéité. Les variations du niveau général des prix sont cependant moins brutales que celles du dollar, les modifications plus lentes des prix des marchandises domestiques compensant en partie l'adaptation presque instantanée des produits importés aux oscillations des changes étrangers. Manifestement, les prix subissent l'influence du change. A leur suite, et pour satisfaire aux besoins accrus de moyens de paiement, le volume de la circulation augmente. La circulation s'adapte toutefois avec un certain retard à l'équilibre nouveau résultant de la hausse du change et des prix, et l'accroissement des émissions fiduciaires apparaît bien en définitive l'effet et non la cause du manque de confiance que reflètent successivement les cours du change et, plus tard, les prix. (1)

Le retour de la confiance dans la monnaie renverse le sens des variations. Le cours de la devise s'élève, entraînant la baisse des prix, dont le niveau exige désormais un volume moins important d'instruments de paiement.

Le plus souvent, en fait, la déflation de la circulation est insignifiante, en raison de ce que l'augmentation des émissions, en période de dépréciation, subit un long retard sur la hausse des prix : d'autre part l'encaisse métallique de la Banque centrale ou la réserve de devises-or

qu'elle détient s'accroît, de sorte que pour ces deux raisons le gage de la monnaie s'améliore. Par là ne saurait cependant s'expliquer le relèvement du pouvoir d'achat de la devise.

L'accroissement du gage est en réalité la conséquence de la confiance qu'éprouvent les nationaux et les étrangers à l'égard de la devise, et qui les pousse, soit à rapatrier des capitaux précédemment exportés par crainte d'un avilissement toujours plus considérable, soit à introduire dans le pays des capitaux nouveaux dans un but de spéculation. Ainsi en France, le rapport de l'encaisse-or de l'Institut d'émission à la circulation-billets était, au 22 juillet 1926, de 5.500 millions à 55 milliards, soit 10 %. L'encaisse passant au 23 décembre de la même année à 7.400 millions, la circulation à 52.200 millions, le rapport s'établit à 14 %. La cause était pourtant bien le redressement du franc, l'effet, le renforcement du gage, car la seule confiance nouvelle que le public témoignait au franc avait provoqué le renversement du sens des courants de capitaux, dont le bilan de la Banque traduisait ensuite les conséquences indirectes.

L'appréciation et la dépréciation de la monnaie sont donc dans une grande mesure indépendantes du gage, puisqu'en définitive elles déterminent les variations de ce dernier. Sans doute les oscillations du gage réagissent-elles à leur tour sur le pouvoir d'achat de la devise par l'influence qu'elles peuvent exercer sur l'état d'esprit du public, mais le point de départ du mouvement reste essentiellement la confiance plus ou moins grande qu'inspire aux nationaux et aux étrangers la poursuite de telle ou telle politique budgétaire, fiscale ou monétaire. Le sens des courants de capitaux en dépend, partant les cours des changes étrangers et

le niveau des prix intérieurs. Aussi bien l'existence d'une encaisse-or suffisante, à un certain taux du change, pour couvrir toute la circulation-billets, ne saurait elle-même empêcher une nouvelle dépréciation de la devise, si la gestion des finances publiques ne donne pas aux capitalistes la sécurité sans laquelle ils expatrient leurs fonds.

Au moment où, en Allemagne, la dépréciation dépassait en proportion l'émission des billets, il est arrivé qu'au taux du change où se trouvait le mark, la circulation fut entièrement couverte par l'or de la Reichsbank. La baisse du mark aurait théoriquement dû prendre fin, puisque l'Institut d'émission détenait dans ses caisses l'équivalent en or du pouvoir d'achat actuel de tout billet émis. Mais le budget d'Empire supportait les conséquences financières de la « résistance passive » pratiquée dans la Ruhr, et la dépréciation n'en continua pas moins. Au 23 octobre 1923, l'ensemble des moyens de paiement libellés en marks-papier circulant en Allemagne représentait une valeur-or inférieure à 48 millions de marks, tandis que l'encaisse métallique de la Reichsbank se maintenait, malgré les interventions sur le marché des changes, à 430 millions de marks-or environ.

Au cours de la période suivante, octobre 1923 - octobre 1924, l'Allemagne offre l'exemple opposé, mais non moins frappant, d'une monnaie stable bien que très mal gagée. Le rentenmark, mis en circulation à partir du 16 octobre 1923, était fondé sur une hypothèque de 4 pour cent grevant la propriété foncière agricole et sur une hypothèque analogue grevant le commerce, l'industrie et la banque. Ainsi fut constituée provisoirement, au profit de la Rentenbank, une créance totale de 2.400 millions de marks. On devait émettre, sur le gage de ces hypothèques, des titres appelés

Rentenbriefe, dont les intérêts seraient payables en marks-papier, compte tenu du cours du change, et créer ensuite des signes monétaires dits Rentenmarks, à concurrence du montant de ces titres-gages. L'idée fondamentale sur laquelle reposait cette réforme monétaire apparemment compliquée était la suivante. Cinq cents rentenmarks pouvaient être échangés contre un titre, lequel portait intérêt à 5 %. On admettait que si le rentenmark venait à tomber au-dessous de sa valeur-or, le public achèterait en masse les Rentenbriefe, garantis par les groupements de l'économie privée — il n'y avait pas de garantie d'Etat, — qu'ainsi les billets reflueraient vers la Banque, provoquant une raréfaction des moyens de paiement, partant un relèvement automatique du rentenmark.

L'Allemagne n'eut pas à compter sur la force d'attraction des Rentenbriefe. Une dépréciation de la monnaie nouvelle, à vrai dire, aurait été difficilement corrigée par une demande de Rentenbriefe. Personne ne se souciait d'un gage, sans doute très étudié, mais parfaitement irréalisable. On ne pouvait espérer, en effet, mobiliser rapidement quatre pour cent de l'ensemble des richesses nationales sans achever de ruiner l'économie allemande déjà fort ébranlée, et sans compromettre irrémédiablement par là le succès de la réforme monétaire. Si le rentenmark s'était déprécié, ce gage hypothécaire n'aurait pas limité son avilissement. La stabilité du rentenmark ne peut donc être justifiée par la couverture, dont la nature et l'importance devaient être sans effet en cas de baisse de la devise. Elle est imputable bien plutôt à la confiance des nationaux et des étrangers eux-mêmes en une monnaie émise en quantité limitée, et au besoin qu'avaient les échanges d'instruments de paiement nouveaux, après l'avilissement brutal d'une circulation

dont le pouvoir d'achat était devenu nettement insuffisant.

Ainsi l'Allemagne, au cours d'une brève période de son histoire monétaire offre successivement l'exemple, d'abord d'une devise entièrement couverte et qui cependant s'effondre, puis d'une monnaie stable que soutient la confiance du public malgré un gage irréalisable. Si l'élément psychologique est une cause essentielle des variations monétaires il ne dépend donc pas nécessairement de la grandeur ni même de la qualité de la couverture. Le rapport de l'encaisse aux émissions fiduciaires s'efface devant d'autres considérations, et le gage peut sans danger s'affaiblir si aucune cause extérieure ne vient ébranler la confiance des porteurs de billets et des titulaires de crédits en banque.

Au contraire, les exportations d'or dont le résultat immédiat est de diminuer le gage, loin d'être un obstacle à l'appréciation de la devise, stimulent la baisse des changes, lorsque du moins toutes les causes d'exportation des capitaux sont écartées. Ce sont précisément les sorties d'or qui maintiennent le change au niveau du Gold Point de sortie. En période normale vouloir conserver le gage intact reviendrait à soumettre indéfiniment le pays à un régime de papier-monnaie inconvertible, la réduction progressive de la circulation fiduciaire ne mettant pas la devise à l'abri d'une dépréciation nouvelle.

L'Angleterre, habituée par son activité commerciale et bancaire internationale aux oscillations du métal précieux d'un pays à l'autre, ne connaît pas ce fétichisme de l'or. Le Comité Bradbury, réuni au début de 1925 pour décider de la politique à suivre à l'égard de la Livre sterling, n'hésita pas à recommander des exportations d'or, avant que de

recourir aux crédits étrangers, toutes les fois que le change tomberait au-dessous du point de sortie. L'encaisse de la Banque d'Angleterre, bien qu'elle fût proportionnellement une des plus faibles parmi les réserves des Instituts d'émission paraissait au Comité amplement suffisante pour assurer par des exportations de métal la stabilité du change. Au surplus, la conviction dans laquelle on se trouvait que les réserves d'or de la Banque d'Angleterre seraient employées sans hésitation, devait beaucoup contribuer à assurer la stabilité des courants de capitaux.

L'Angleterre n'a cependant recouru aux exportations d'or que quand la Livre eut atteint, par rapport au dollar, un cours très voisin de son pair d'avant-guerre. Dans tous les pays, d'ailleurs, revenus plus ou moins effectivement au métal jaune, après des troubles monétaires caractérisés, l'or ne reprit son rôle de régulateur des changes et du crédit qu'après que ces troubles furent dissipés. L'effet de redressement financier interne fut toujours la condition essentielle du relèvement de la devise, même pour les pays qui bénéficièrent de crédits étrangers. Ces derniers, qui n'étaient pas des prêts de métal, n'aidaient que par une action morale la politique de correction financière, seule susceptible de restituer au public la confiance dans la monnaie. Ce n'était pas le rétablissement d'une certaine parité avec l'or qui rendait à la devise sa stabilité, mais c'est parce que la stabilité de la devise semblait assurée que l'on rétablissait la convertibilité du billet. L'or reprenait donc son action régulatrice quand déjà l'équilibre des changes et des prix avait été presque complètement réalisé par d'autres moyens, et s'il s'était révélé impuissant à résister aux causes de désagrégation monétaire atteignant un certain degré de force, il allait par contre de nouveau se montrer capable de régu-

lariser les mouvements de faible amplitude de la monnaie. (1)

L'or, au-delà d'un cours en réalité très voisin de la parité légale, n'exerce donc plus sur la devise aucun effet stabilisateur. La convertibilité du billet suspendue, les variations de la monnaie deviennent le reflet, tant de la politique budgétaire et fiscale, que de la politique sociale et internationale dans ses rapports avec l'économique. La politique suivie détermine la dépréciation aussi bien que l'appréciation de la devise, sans que la proportion de l'encaisse métallique aux émissions fiduciaires n'agisse sensiblement sur le pouvoir d'achat de la monnaie. Le gage de la monnaie n'est pas l'or, mais « la qualité de la politique suivie ».

Cependant, après une période prolongée d'avalissement monétaire, peut-être est-ce encore l'attrait du métal jaune qui incite les nations à faire l'effort nécessaire de redressement financier, l'or représentant toujours pour elles la marchandise monétaire par excellence.



Une bonne monnaie, dit-on, doit avoir une base métallique. Malgré les présomptions contraires qu'ont accumulées les expériences récentes des pays victimes de troubles monétaires, les peuples restent persuadés, en effet, que billets et dépôts circulent exclusivement grâce à leur substratum métallique, à la faveur de l'or qu'ils représentent. L'or demeure pour le public le seul étalon véritable des valeurs

(1) Cf. Kellersohn dans l'*Information* des 12 juillet 1928 et 11 septembre 1928.

car seul il constitue une marchandise et, comme tel, bénéficie d'une « valeur intrinsèque ».

De fait, bien qu'au cours des siècles les pratiques monétaires aient évolué, c'est cependant à ces dernières qu'est due la conception de la monnaie-marchandise. Les métaux précieux, susceptibles, comme toute marchandise, d'une utilisation directe, furent sans doute rapidement, en raison de leur divisibilité matérielle parfaite et de leur inaltérabilité, préférés à toute autre denrée pour servir d'intermédiaires dans les échanges. L'attribution de cette fonction nouvelle leur conférait une « désirabilité » plus grande, puisque désormais ils étaient employés à une double fin, mais leur rôle d'étalon monétaire, non moins que leur utilisation industrielle, ne semblait justifié par leur valeur intrinsèque. La pesée du lingot d'or ou d'argent et la recherche de son titre, préliminaires nécessaires de toute opération de vente ou d'achat, paraissaient identifier d'ailleurs l'unité monétaire avec une quantité déterminée de l'un et l'autre métal. Plus tard, la frappe des pièces par le souverain et la tarification arbitraire et fréquemment changeante qu'il en fit, ne purent que fortifier dans les esprits cette conception d'une monnaie-marchandise. Le public et les marchands ne se laissaient pas tromper par les mutations monétaires imposées par le prince, et, de même dans les transactions intérieures que dans les relations internationales, ils se servaient à leur valeur réelle des pièces abusivement tarifées.

L'institution de la frappe libre, au début du XIX^e siècle, parut enfin le moyen de reconnaître la qualité éminente de marchandise à l'or et à l'argent, dont la valeur relative devait se déterminer naturellement, comme pour toute autre marchandise, par la comparaison des quantités offertes

aux quantités demandées. Il semblait dès lors contradictoire d'établir un rapport fixe d'échange entre l'or et l'argent, puisque le pouvoir d'achat de chacun des deux métaux devait varier, en fonction des quantités qui en seraient produites et des besoins qu'en aurait le public, indépendamment du pouvoir d'achat de l'autre. Aussi bien les auteurs du système monétaire français, en choisissant, dans la loi de Germinal an XI, le rapport $1/15 \frac{1}{2}$ qui correspondait réellement à cette date à la valeur marchande de l'or vis-à-vis de l'argent, croyaient-ils faire œuvre provisoire et sujette à de fréquents remaniements. Ce même rapport s'est cependant maintenu, pendant trois quarts de siècle, dans tous les pays bimétallistes, sans qu'aucun métal n'accuse vis-à-vis de l'autre, une prime notable. (1) C'est que la notion abstraite d'unité monétaire était identifiée à tort avec un poids déterminé d'or ou d'argent, et la valeur relative des deux métaux dépendait, sous ce régime bimétalliste, de facteurs plus nombreux et plus complexes que du seul rapport des quantités produites de l'un et l'autre métal.

La coexistence dans le monde, au cours du XIX^e siècle, de régimes monométallistes-or, ou monométallistes-argent et bimétallistes, créait en effet, au profit des « marchandises » monétaires une situation tout à fait exceptionnelle, puisqu'elle leur assurait un débouché illimité à taux fixe. (1) Les pays bimétallistes prélevaient dans leur propre circulation soit l'or, soit l'argent qui leur était nécessaire pour régler leurs dettes à l'égard de pays à monnaie d'or ou à mon-

(1) De 1814 à 1873, le rapport commercial, tel qu'il résulte de la cote de l'argent à Londres, n'est presque jamais descendu au-dessous de 1 à 16 et n'a presque jamais dépassé 1 à 15.

(1) Cf. Les études de M. Nogaro sur les phénomènes monétaires de la période bimétalliste, dans « la monnaie et les phénomènes monétaires contemporains ».

naie d'argent, et à l'inverse ils recevaient indistinctement de leurs débiteurs de l'or ou de l'argent, puisque ces deux métaux avaient également cours dans la circulation interne. Les pays à monnaie d'or, au contraire, ne pouvaient régler qu'en argent leurs balances déficitaires à l'égard des pays à monnaie d'argent, de même qu'en paiement de toutes leurs créances ils n'acceptaient que de l'or. Ainsi le débiteur anglais d'un hindou, après avoir prélevé dans la circulation anglaise le nombre de souverains que représentait sa dette, devait ensuite se procurer la quantité d'argent de valeur égale qu'il pourrait transférer aux Indes. Il réalisait cette conversion des souverains en pièces d'argent en expédiant en France par exemple les couronnes anglaises qu'il avait réunies, en les y faisant frapper, et en prélevant enfin dans la circulation française une somme équivalente en écus de cinq francs.

La double circulation des pays bimétallistes s'interposait donc dans les relations d'échanges des pays monométallistes or et argent et permettait à ces derniers de troquer, suivant l'état de leur balance des comptes respective, soit de l'or contre de l'argent, soit de l'argent contre de l'or. Aussi bien la cote de l'argent à Londres n'était-elle pas seulement influencée par le rapport des quantités d'or et d'argent produites chaque année, mais plus directement encore par l'état probable de la balance des comptes des pays à monnaie d'or vis-à-vis des pays à monnaie d'argent. L'argent faisait prime quand il y avait un excédent des créances des pays à monnaie d'argent sur le Royaume-Uni, principal représentant du mono-métallisme or et en outre chargé de presque tous les règlements des pays européens avec l'Extrême-Orient, inversement l'or faisait prime quand le déséquilibre de la balance était au profit du Royaume-Uni. Cette prime ne

pouvait cependant normalement dépasser les frais de transformation des pièces d'argent en pièces d'or, ou inversement, tant que, du moins, la circulation des pays bimétallistes restait suffisamment pourvue et d'or et d'argent. Il en fut ainsi de 1800 à 1873, et cela explique qu'au cours de cette longue période le rapport commercial de l'or à l'argent n'ait pas sensiblement varié autour du rapport légal, fixé en France à $1/15 \frac{1}{2}$. (1) .

En décrétant la frappe libre des deux métaux précieux, la France et, comme elle, tous les pays bimétallistes, leur avaient conféré le privilège d'un débouché illimité à un taux invariable et en avaient fait des marchandises d'une nature spéciale. Sur le marché commercial le cours de l'argent se trouvait en effet soutenu par le rapport légal constamment pratiqué dans les pays bimétallistes, et la frappe libre, au lieu de consacrer les variations respectives des deux marchandises monétaires, avait procuré à celles-ci une exceptionnelle stabilité. L'étalon des valeurs ne se confond dès lors en aucune façon avec une marchandise déterminée qui lui conférerait une valeur intrinsèque, puisqu'il aurait suffi d'une intervention du législateur pour réduire à des proportions infimes les variations de valeur de cette marchandise. L'unité monétaire apparaît au contraire, dans un pays d'un certain degré de civilisation, comme une entité abs-

(1) A partir de 1873, à la suite de l'exploitation intensive de gisements de plomb argentifères, d'énormes masses d'argent furent dirigées vers les pays bimétallistes. Cependant, comme ces envois ne correspondaient à aucune nécessité de règlement, les producteurs d'argent se payèrent en faisant revenir une quantité d'or équivalente. Pour sauvegarder leur stock d'or, les pays bimétallistes suspendirent la frappe libre de l'argent. Désormais, aucune limite ne s'imposa plus à la baisse de la valeur de l'argent, puisque les vendeurs de ce métal ne pouvaient plus se retrancher derrière la possibilité de réaliser.

Voir Nogaro : La monnaie et les phén. monét. contemporains.

traite, un pouvoir d'achat conçu théoriquement, par rapport auquel seraient évaluées les autres marchandises, notamment les métaux précieux. La réforme monétaire de l'Inde, dans les dernières années du XIX^e siècle, et les vicissitudes d'ordre monétaire qu'ont subies la plupart des pays depuis la guerre confirment, du reste, la nature abstraite de l'étalon et de l'unité monétaire.

L'Inde, en effet, réussit à stabiliser son change en lui donnant une base-or, malgré une circulation d'argent partiellement fiduciaire, le rapport adopté d'une Livre Sterling pour 15 roupies étant supérieur à la valeur commerciale de l'argent. La reprise de la frappe libre de l'argent et l'accroissement de la circulation intérieure ne menacèrent même pas la stabilité du change, tant que, du moins, l'encaisse-or du gouvernement suffit à régler les balances débitrices du pays. Ainsi les Hindous transféraient à l'unité monétaire réelle, la pièce d'une roupie, le pouvoir d'achat attribué à l'unité de compte abstraite de ce nom, et les prix ne reflétaient en aucune façon les variations mêmes de la valeur intrinsèque, exprimées par la cote de l'argent à Londres, de la quantité de métal contenu dans la roupie en circulation.

Cependant, lorsqu'un pays est au régime du papier-monnaie, le public, dit-on, attribue la valeur de ce dernier à l'espoir qu'il a de voir un jour rétablie la convertibilité du papier-monnaie, et cela est normal, fait-on remarquer en core, puisque, même dans un pays au papier-monnaie, la monnaie métallique reste l'étalon des valeurs. Chaque fois qu'un individu fait usage du papier-monnaie, il le compare mentalement à la monnaie métallique qu'il pourrait obtenir à son aide : un billet de dix francs ne représente pas pour lui dix unités monétaires qui ne correspondraient à rien, mais bien huit unités métalliques, par exemple, qui cor-

respondent chacune à une valeur connue, à un certain poids de métal. Si la théorie du gage est fondée sur la notion du retour à la convertibilité, il résulte néanmoins de l'observation des phénomènes contemporains que le pouvoir d'achat du papier-monnaie ne varie pas nécessairement avec l'importance du gage métallique.

Ainsi la valeur de la monnaie ne dépend pas du gage métallique, puisqu'il arrive parfois ce fait, inexplicable par la théorie métalliste, que dans certaines circonstances le papier-monnaie vaut plus que la monnaie métallique en laquelle il est théoriquement convertible. (1) Le métal n'est pas l'étalon des valeurs. Si, dans les pays à papier-monnaie, l'agio a une tendance à se répercuter sur les prix c'est tout simplement parce que l'or est une marchandise et que, par le mécanisme du commerce international les prix étrangers, toujours appréciés en une monnaie au pair de l'or influencent peu à peu, par l'intermédiaire des importations, les marchandises de production domestique.

Ainsi la théorie du gage perd toute signification si le métal, sur lequel on prétend fonder la stabilité d'un système de crédit, n'a pas, en tant que monnaie, de valeur intrinsèque.

(1) Il en fut ainsi en Autriche, de 1879 à 1892, en Russie en 1876, puis de 1893 à 1897, en Espagne à la fin du xix^e siècle.

CHAPITRE III

LES FONDEMENTS SOCIO-PSYCHOLOGIQUES DE LA MONNAIE

Le pouvoir d'achat de la monnaie ne provenant pas de la possibilité d'en affecter la matière à une satisfaction directe et immédiate, l'or se révèle, en tant qu'intermédiaire dans les échanges, de la même nature que les moyens de paiement métalliques, dénués de toute valeur marchande. S'il est vrai que, par son rôle international, l'or reste la base des systèmes monétaires actuels, du moins l'encaisse métallique de la Banque Centrale ne peut être considérée comme gageant le pouvoir d'achat des émissions fiduciaires, puisque billets et dépôts ne circulent pas en vertu de la valeur intrinsèque du métal qu'ils sont censés représenter.

*
* *

La distinction des notions de monnaie et de marchandise n'est cependant que le résultat d'une lente évolution dans les réactions du public. La monnaie elle-même répond à une exigence de la civilisation, mais si son usage demeure inconnu dans les premiers débuts d'une société, de même, lorsqu'elle apparaît, reste-t-elle confondue d'abord avec un produit déterminé. Plus tard seulement, son emploi généralisé lui donne une raison de circuler indépendante de la marchandise dont elle emprunte la matière.

La fonction de monnaie échoit, en effet après un long processus, à l'objet le plus volontiers accepté par ceux qui ont des produits à échanger et qui ne trouvent pas dans le troc la contre-partie qu'ils désirent. Intermédiaire dans les échanges, cet objet devient la commune mesure des valeurs, et comme il est choisi, parmi les biens durables, susceptibles d'épargne, il sert à travers les temps d'étalon de la valeur. Chaque individu s'attend, eu égard au nombre des unités métalliques dont il dispose, à ce que le poids unitaire de la marchandise-monnaie, affectée à son usage primitif, lui procure certaines satisfactions. A cette conception subjective de l'utilité propre de l'unité métallique, il compare les services qu'il attend de même de l'unité d'une marchandise définie, contre laquelle il se propose d'échanger du métal. Ainsi l'usage du métal en qualité de métal est pour chacun le moyen de déterminer la valeur qu'il attribue personnellement à toute autre marchandise, et c'est bien la « désirabilité » de l'or pour des fins industrielles qui mesure aussi la valeur sociale de chaque produit, puisque celle-ci résulte de l'ensemble des appréciations individuelles relatives à la monnaie, d'une part, à la marchandise de l'autre.

Toutefois, à mesure que se développent les transactions et que la marchandise-monnaie intervient plus fréquemment, son utilité propre cesse d'être considérée et on l'accepte bientôt pour cette seule raison qu'on sait pouvoir se procurer à son aide des objets divers sans difficulté aucune.

La monnaie circule dorénavant, non plus parce qu'elle est susceptible d'un usage direct, mais bien en vertu d'une croyance généralisée en sa capacité d'acquisition. La notion abstraite de pouvoir d'achat remplace la notion concrète de marchandise. L'institution de la frappe libre, qui fait apparaître l'unité de compte, hâte d'ailleurs l'évolution de la

mentalité du public. Dans les unités de compte s'évaluent toutes marchandises, même celles qui ne font pas l'objet d'un échange actuel, et on perd très vite de vue que le franc, la livre, le mark correspondent à un poids déterminé de métal fin.

Dès lors, toutes les applications industrielles des métaux précieux pourraient disparaître, ils conserveraient leur fonction monétaire. N'étant pas échangés pour leur valeur marchande, ils continueraient à circuler, tant que du moins se maintiendrait la confiance dans leur qualité d'instruments de paiement. Le public reporte cette croyance en la monnaie métallique, sur le billet de banque, échangeable aux guichets de l'Institut d'émission contre de l'or ou de l'argent. Bien plus, chacun s'habituant à la circulation fiduciaire, le billet circule bientôt lui-même uniquement parce qu'il est reçu en paiement. Le régime d'inconvertibilité ne menace le pouvoir d'achat du billet que si les porteurs ne conservent pas leur croyance dans la possibilité de se procurer par leur intermédiaire une marchandise quelconque.

Monnaie métallique et monnaie fiduciaire circulent donc l'une et l'autre en vertu du même principe, la confiance partagée par tous dans leur pouvoir d'acquisition. Le possesseur d'unités monétaires attribue à ces dernières de la valeur, car il voit la monnaie passer d'un individu à l'autre et il a de ce fait le légitime espoir de faire accepter en paiement les unités monétaires qu'il détient, le jour où il voudra s'en défaire en échange d'une marchandise de son choix. Toutefois, l'importance de la valeur attribuée à l'unité monétaire varie d'un individu à l'autre. Chacun attend de la dernière unité de son revenu en argent qu'elle lui procure, par voie d'échange, certaines satisfactions, pour lui d'autant moins

grandes d'ailleurs que sont plus considérables les ressources dont il dispose. Dans cette appréciation purement subjective du pouvoir d'achat de l'unité monétaire intervient par conséquent à la fois la situation et les tendances personnelles de l'individu, mais aussi la connaissance confuse du niveau général des prix antérieurement pratiques et les prévisions qu'il peut faire à leur égard. Tout individu se présente sur le marché avec une conception propre du pouvoir d'achat qu'il attribue à l'unité monétaire en sa possession, et le prix que chacun entend mettre pour acquérir une marchandise déterminée se fixe par la comparaison de l'utilité directe de cette marchandise à l'utilité de la monnaie en tant que pouvoir d'achat. Comme d'autre part la valeur sociale d'un produit quelconque résulte de la confrontation de toutes les courbes individuelles d'offre et de demande qui le concernent, il se dégage de l'ensemble des opérations d'achat et de vente une notion générale de la capacité d'acquisition de l'unité monétaire, notion qui, à son tour, réagira sur les appréciations individuelles de la monnaie.

Si, en effet, dans le débat entre acheteur et vendeur, l'unité monétaire n'appelle plus l'idée d'un poids défini de métal fin mais désigne « un rapport confus aux choses qu'on peut avoir en échange », (1) cependant le pouvoir d'achat de l'unité de compte n'est pas l'objet d'une évaluation tout arbitraire et la valeur de la monnaie à un moment donné résulte toujours pour une grande part de sa valeur antérieure.

(1) Adam Smith. Comparer J.-B. Say : « On dit qu'une maison vaut 20.000 francs. Mais quelle idée de valeur donne une somme de 20.000 francs? L'idée de tout ce que je peux acheter pour ce prix ».

L'oubli dans les appréciations monétaires de l'utilité directe du métal n'empêche pas qu'à l'origine celle-ci ait permis l'établissement des premiers niveaux des prix, dont les niveaux ultérieurs dérivent. Les prix de la veille influant dans une large proportion sur les appréciations individuelles de la monnaie, ces dernières déterminant en définitive les prix pratiqués le lendemain sur le marché, le pouvoir d'achat de l'unité monétaire subit depuis lors des variations successives, dont le niveau général des prix actuel est la résultante.

Ainsi le rôle du métal comme étalon de la valeur est purement historique. L'unité monétaire, qui sert à chiffrer les valeurs, ne représente plus aujourd'hui que la notion abstraite d'unité de pouvoir d'achat. Sans doute l'or reste-t-il malgré tout la monnaie internationale par excellence. Son rôle n'est toutefois plus celui d'un étalon international des valeurs, mais bien d'un lien conventionnel qui assure la solidarité des étalons nationaux de la valeur.



A vrai dire, si l'or reste la base des systèmes monétaires actuels, c'est que, par suite de son admission à la frappe libre dans la plupart des pays, un certain poids de ce métal correspond dans chacun d'eux à un nombre fixe d'unités de pouvoir d'achat. « La circulation internationale de l'or constitue en définitive le moyen d'assurer à un taux relativement constant la conversion d'une unité monétaire nationale en une autre unité monétaire nationale ; la valeur de ces diverses unités de compte nationales n'est donc pas déter-

monde par l'or, elles sont simplement liées entre elles par l'or. » (1)

De fait, l'utilisation du métal jaune, universellement accepté comme signe monétaire, pour régler les balances débiteuses de chaque pays vis-à-vis de tous les autres, procure aux unités de pouvoir d'achat nationales une certaine stabilité respective. Si donc le maintien d'un rapport déterminé entre les émissions fiduciaires et leur soi-disant gage n'a aucune raison d'être, il n'en est pas de même du rapport du stock d'or mis à la disposition de ceux qui ont des paiements à effectuer à l'étranger et du montant de ces paiements eux-mêmes, c'est-à-dire du solde débiteur de la balance des comptes. Il importe peu que l'institut d'émission veille à la conservation d'une « couverture » libérale de la circulation monétaire, mais la réserve d'or doit à tout instant assurer la « convertibilité » des instruments fiduciaires. La présentation à fin de remboursement ne peut être provoquée que par les balances débiteuses éventuelles. Mais des demandes de remboursement se produisent nécessairement quand, après compensation des créances et des dettes sur l'étranger, il reste un solde à acquitter. Un commerçant ou un banquier ne se soucie pas, en effet, du gage de la monnaie, il se préoccupe au contraire de la facilité avec laquelle il effectuera ses paiements à l'étranger. Il consent à payer, pour obtenir du papier libéré sur la place étrangère, une prime plus ou moins forte suivant la difficulté qu'il éprouve à se procurer de l'or, mais il cesse de le payer lorsque cesse cette difficulté, quelle que soit au même moment l'importance des émissions fiduciaires relativement à l'encaisse métallique de la Banque.

(1) Nagara, *op. cit.*

THÉRIE PARTIE

CALCUL ET ÉMISSIONS

Dans la conception idéaliste de la monnaie, où les instruments de crédit n'ont d'autre valeur que celle qu'ils empruntent au métal représenté, l'inflexion consiste dans un excès ou un déficit du volume des émissions fiduciaires par rapport à l'or mis en réserve. Le maintien d'un « *pari* » suffisant, évitant d'ailleurs à toute époque et en tout pays les hasards d'opini de parties, assure aux émetteurs fiduciaires le mécanisme métallique qui permet de faire face aux demandes de remboursement susceptibles de se produire et sans lequel rien ne limite la perte du billet de banque par rapport à l'or.

Il semble bon alors que pour régulariser les variations de facile emploi — le volume et donner aux porteurs de billets tout pendant, le « *pari* » idéal puisse être avec sécurité, et surtout de la sorte la limitation d'une grande partie des émissions s'opère tout naturellement conservée par les Instituts d'émission.

En temps normal, les demandes de remboursement sont naturellement préoccupées par les gouvernements à réfléchir à l'étranger. La balance des comptes devient donc seule entrer en considération pour déterminer la limite ou l'excès de laquelle, à toute époque et dans chaque pays, les réserves d'or se trouvent par à l'étranger. Mais, quelle que soit l'import-

tance du gage, ce dernier, dès que se produit une crise politique ou économique grave, ne peut procurer aux instruments de crédit la stabilité de valeur désirée, et, pour éviter la dispersion de l'encaisse-or du pays, il faut décréter l'inconvertibilité du billet.

D'ailleurs le régime d'inconvertibilité par lui-même ne condamne pas le billet à une dépréciation nécessaire, puisqu'aussi bien la suspension du remboursement en espèces est la conséquence des variations de valeur de la monnaie. Ces fluctuations s'effectuent dans un sens ou dans l'autre, suivant que la confiance de chacun est plus ou moins grande dans la capacité d'acquisition de la devise.

De fait, la monnaie fiduciaire circule, au même titre du reste que la monnaie métallique, parce que l'on sait pouvoir se procurer à son aide les marchandises voulues. Si le crédit, en effet, mobilise les richesses, le rapport des instruments de paiement en circulation aux capitaux mobilisables n'agit sur la valeur de la monnaie qu'à travers les estimations des individus. Chaque individu apprécie la monnaie suivant les satisfactions attendues des richesses qu'il sait, d'après le niveau général des prix, pouvoir obtenir avec la dernière unité monétaire de son revenu et cette capacité d'acquisition qu'il attribue à l'unité monétaire subit elle-même l'influence quantitative de son revenu.

Ainsi, en raison d'une augmentation du revenu, la dernière unité monétaire ne peut satisfaire qu'à un besoin moins intense. Elle se trouve par là dépréciée. Le possesseur du revenu majoré sera porté à donner un plus grand nombre d'unités monétaires pour acquérir la même marchandise. Par rapport aux prix d'hier, les prix d'aujourd'hui marqueront une hausse.

Personne, cependant, n'est obligé de dépenser l'ensemble de son revenu, et lorsqu'un individu espère, en différant certaines consommations, se procurer plus tard, à l'aide des unités monétaires épargnées, des satisfactions supérieures à celles qu'il obtiendrait de la dépense immédiate de ces unités, son appréciation de la monnaie se relève d'autant et s'oppose au facteur de baisse que constitue l'accroissement de son revenu.

La valeur sociale de la monnaie résulte de l'ensemble des estimations individuelles. Le pouvoir d'achat social de l'unité monétaire dépend donc, à tout moment, de l'importance des revenus individuels, mais aussi des prévisions relatives à la monnaie elle-même, qui déterminent l'avantage que peut avoir chacun à différer la consommation d'une partie de son revenu.

CHAPITRE I

LA CRÉATION DU CRÉDIT ET LES REVENUS INDIVIDUELS

Dans l'organisation économique actuelle la direction de la production appartient au commerce de gros, à la fois plus averti que l'industrie des besoins des consommateurs et suffisamment éloigné des contingences locales pour se permettre à l'égard des variations des prix des vues d'ensemble, voire des prévisions. Ainsi les intermédiaires présentant, après une période de stagnation des affaires, une demande accentuée de la part des consommateurs, n'hésitent pas à accroître leurs stocks de marchandises. Cependant, pour financer l'achat de ces stocks, il faut que les établissements de crédit consentent à avancer les capitaux nécessaires à un taux d'intérêt suffisamment bas pour laisser aux commerçants la marge de bénéfices au-dessous de laquelle l'opération ne serait plus avantageuse.

En effet, bien que dans chaque pays les possibilités d'entreprises à un moment donné résultent avant tout de l'importance des moyens de production existant à ce même moment et que le secours du crédit ne puisse, en multipliant l'efficacité des capitaux disponibles, accroître que lentement ces facteurs, du moins les banques donnent-elles une impulsion à l'activité économique en ralentissant au contraire cette dernière, suivant que sont plus ou moins onéreuses les conditions auxquelles elles accordent leur crédit. Mais le bon marché de l'intérêt facilite parfois un

développement factice des affaires, lorsqu'il intervient en une période d'optimisme où, à la suite des commerçants, tous les consommateurs veulent se garantir contre une hausse des prix dont ils ne prévoient pas la fin. Les conséquences monétaires de pareilles spéculations, favorisées sans doute par l'aisance du marché de l'argent, sont de la même nature que les répercussions sur la valeur de la devise d'une consommation sans mesure que provoquent les besoins de l'Etat, subitement accrus par une crise politique grave.

*
*
*

En raison des possibilités qu'ont les producteurs d'emprunter pour de courtes périodes, la possession de fonds de roulement considérables, qui risqueraient de rester de longs espaces de temps improductifs, est pour eux sans intérêt. Il leur faut donc, quand affluent les commandes après une période où les chiffres d'affaires sont demeurés bas, demander aux banques les ouvertures de crédit que rendent nécessaires à la fois les achats grandissants de matières premières et l'emploi d'un personnel plus nombreux, destinés à activer le rythme de la production. Les crédits consentis par les banques, qui permettent l'augmentation des salaires, de la rémunération des capitaux investis en outillage, des profits des chefs d'entreprises accroissent les revenus de tous ceux qui collaborent à la production. (1)

(1) Si l'on fait abstraction des relations avec l'étranger, des créances et des dettes qui en résultent, on peut écrire que le

Il en résulte bien une tendance de presque tous les individus à dépenser facilement des sommes dont précédemment ils se passaient, c'est-à-dire à moins apprécier la dernière unité de leurs revenus majorés. Mais le facteur de hausse des prix est contrarié par l'abondance accrue des marchandises offertes, tant que du moins la production se développe à la mesure du pouvoir d'achat en circulation dans le pays. En effet, les emprunts conclus dans un but commercial ou industriel augmentent les facultés de consommation de chacun, mais ils facilitent aussi la production et lorsque les marchandises sont effectivement vendues, lorsque le consommateur les a payées, l'argent reçu par les commerçants fait retour aux banques et réduit d'autant le montant des avances. Le développement parallèle du crédit et de la production évite la hausse des prix.

Cependant les commerçants, voyant grandir leurs profits en même temps que leur chiffre d'affaires, et croyant à la possibilité d'accélérer indéfiniment le rythme de la production, multiplient leurs commandes à l'industrie. Or les moyens de production existants ne permettent pas toujours une accélération instantanée du rythme de la fabrication.

Les approvisionnements, l'outillage, la main-d'œuvre disponibles à un moment donné limitent les possibilités de production. Le recours au crédit ne développe que lentement ces dernières, surtout en ce qui concerne l'agriculture et les exploitations minières.

revenu national en argent R est égal à la valeur PQ de la production nationale, Q représentant la quantité des marchandises produites, P le prix moyen des articles : $R=PQ$.

Une ouverture de crédit permet un développement de la production, et l'augmentation de Q , à supposer P constant, provoque un accroissement égal de R .

D'une façon générale, pour qu'une industrie accroisse son crédit au-delà d'une certaine limite, variable pour chaque entreprise, il lui faut d'abord développer sa capacité de production, étendre ses ateliers, moderniser son matériel. Le crédit permet d'attirer par de plus larges rémunérations la main-d'œuvre nécessaire pour créer ces moyens de production nouveaux. Il permet aux usines qui s'étendent ou se fondent d'acquérir l'outillage indispensable. Ainsi, avant même que les machines nouvelles aient livré sur le marché la première unité du produit consommable, des sommes considérables auront été versées à certains fournisseurs d'une part, aux ouvriers, de l'autre. Leurs revenus se trouvent de ce fait augmentés, ces consommateurs se présentent sur le marché avec une courbe d'offre de nouveau plus élevée qu'auparavant. Mais à cette dépréciation de l'unité monétaire par rapport aux marchandises ne s'oppose, avant longtemps, aucune dépréciation des marchandises par rapport à la monnaie. L'offre des biens directs ne s'accroît en effet qu'après la construction et la mise en exploitation des moyens nouveaux de production. Une ascension des prix en résulte. Cependant l'équilibre des prix, provisoirement détruit, dans une société soumise aux exigences de la division du travail et du machinisme, par le long processus de la production, se rétablit dès que se répandent les objets fabriqués en quantité plus grande. La hausse n'est alors que le stimulant temporaire et bien-faisant des affaires.

Parfois, au contraire, l'ascension des prix se poursuit. Les industriels qui développent leurs moyens de production autant que s'amplifie la demande de biens consommables, se refusent à prévoir que le débit accru de leurs usines doive mettre un terme, au bout d'un certain temps,

à la hausse des prix. Ils n'hésitent pas à engager, à l'aide de crédits bancaires, des dépenses d'agrandissement d'autant plus importantes que la hausse progressive leur fait croire à une demande toujours plus considérable. Sous la pression des achats nouveaux, les prix des biens indirects s'élèvent, entraînant à leur suite la hausse de toutes les marchandises.

Cependant bientôt les industriels, les commerçants, les consommateurs à leur tour, qui, depuis quelque temps assistent à un renchérissement continu de toutes choses, perdent la notion même des prix. Ils considèrent leur ascension comme devant être indéfinie et ils s'approvisionnent dans le seul but de se prémunir contre la hausse prochaine. Ils achètent en prévision de leurs besoins futurs, provoquant ainsi la hausse dont ils cherchent à éviter les conséquences. Bien plus, les spéculateurs acquièrent des marchandises pour les revendre plus tard avec bénéfice, quand la raréfaction aura fait monter les prix : ils aggravent les répercussions monétaires de l'erreur commise involontairement par les producteurs et les consommateurs.

Cette dernière, d'ailleurs, ne se propage qu'à la faveur d'un crédit trop libéralement dispensé. Ce sont les avances des banques qui permettent les opérations spéculatives. Sans cesse renouvelées, les ouvertures de crédit autorisent un développement toujours plus onéreux des moyens de production, qu'aucune vente assez rémunératrice ne pourra ensuite amortir.

Le crédit trop facile ne détermine pas la hausse des prix, mais il la rend possible, en donnant à chacun l'illusion de la richesse.

Le crédit est bienfaisant tant que l'offre de richesses suit d'assez près l'émission des instruments de paiement pour

annihiler l'influence de cette dernière sur les revenus individuels. Il est dangereux lorsqu'il n'a pas pour objet d'accroître le montant des richesses existantes et que, destiné seulement à la spéculation, il entretient l'illusion de revenus abondants, par la hausse des prix qu'il autorise.

*
**

L'élévation du taux de l'escompte décidée à temps met fort bien un terme à l'ascension des prix quand celle-ci a pour cause la spéculation. Elle ne saurait, à l'opposé, enrayer une dépréciation monétaire dont l'origine résiderait dans la consommation exceptionnelle de richesses, inévitable pour un pays en guerre. Sans doute arrive-t-il parfois aux banques de consentir des prêts à la consommation, mais les établissements de crédit sont limités, dans ce mode d'activité, par le souci qu'ils ont de respecter la liquidité des dépôts et de veiller à la sécurité des placements dans lesquels ils emploient les fonds de leur clientèle. Le montant infime des prêts à la consommation, en temps normal, n'exerce donc pas sur l'appréciation sociale de la monnaie une action sensible.

En période de guerre, par contre, toute restriction cesse de s'imposer aux prêts à la consommation, destinés à satisfaire aux dépenses immédiates et incompressibles du gouvernement. Une fiscalité accrue pourrait certes, en théorie, obliger les individus à réduire leur consommation dans la mesure où la guerre multiplierait les dépenses de l'Etat. Mais on ne peut ni demander, du jour au lendemain, aux impôts existants et aux impôts indirects spécialement utiles à cet égard, de produire cet effet sur la consommation, ni

même, en raison de l'ampleur que revêtent aujourd'hui les luttes de peuple à peuple, renforcer la fiscalité au point qu'elle puisse subvenir à l'ensemble des frais qu'entraîne une guerre. L'équilibre budgétaire en ces périodes troublées, s'obtient donc toujours par des expédients.

Parmi ces derniers, l'emprunt à court terme aux Banques d'émission ou de dépôt se recommande par la souplesse et l'abondance de son rendement. Des avances de l'Institut d'émission sous forme de billets de banque, des avances des banques privées par ouvertures de crédit comblent les déficits successifs des finances publiques. Parfois encore les Sociétés de crédit mettent à la disposition des particuliers les sommes qui leur sont nécessaires pour souscrire aux émissions de rentes, mais sous ces diverses formes de prêts, le procédé est identique : il consiste dans la création de moyens de paiement supplémentaires au profit de l'Etat. Billets de banque, crédits en banque apportent à l'Etat le pouvoir d'achat indispensable que les impôts insuffisants ne réussissent pas à soustraire aux contribuables. Or, ce pouvoir d'achat ne provenant pas non plus d'un accroissement de la production nationale, aucun abaissement, de la part des producteurs, de leurs courbes de demandes de la monnaie, ne vient s'opposer au relèvement des courbes d'offre de monnaie émanant de l'Etat d'une part, des consommateurs de l'autre, dont les revenus en monnaie s'accroissent des billets et crédits de banque nouvellement créés.

Les achats exceptionnels qui justifient le recours de l'Etat aux avances des établissements bancaires, publics ou privés, s'ajoutent en effet aux acquisitions des particuliers, que la fiscalité inchangée n'a pas contraints d'abaisser leur niveau de vie. Certaines catégories de producteurs assistent

alors à l'élévation des demandes dont sont l'objet les marchandises qu'ils fabriquent, et l'augmentation des revenus qui en résulte les incite à développer leur propre consommation, à dépenser davantage. L'interdépendance économique due à la division du travail provoque l'élargissement progressif du cercle de ceux que favorise une majoration de leurs revenus, les profits de certaines autres professions, au contraire, ne s'élevant, et avec un long retard, que sous la pression de la hausse des prix. Du fait de l'accroissement de ses ressources, l'individu incline à attribuer une valeur moins grande à la dernière unité de ses disponibilités, et, pour acquérir la même quantité de marchandises, n'hésite pas à payer un prix plus fort. Les représentants de l'Etat lui-même, trompés par l'abondance des fonds dont ils disposent, peut-être séduits aussi par la facilité de se les procurer, n'échappent pas à cette tendance de prodigalité. La hausse des prix s'étend, augmentant encore les revenus de bien des gens. Certes, les industriels, pour faire face à la demande sans cesse grandissante, cherchent à développer leur production. Mais, bien que l'offre accrue de marchandises soit un facteur de baisse des prix, le plus souvent cependant s'oppose à cette dernière la tendance à l'augmentation de la consommation, aussi longtemps du moins que le budget accuse un déficit.

Pour compléter les recettes du budget, l'émission de billets et de crédits de banque n'est pas le seul expédient auquel les pouvoirs publics aient recours. Sans créer des moyens de paiement nouveaux, l'Etat peut, en faisant appel à l'épargne, distraire à son profit les sommes précédemment affectées, par les banques où elles étaient déposées ou par leurs possesseurs eux-mêmes, à un emploi productif. L'emprunt considéré comme une anticipation sur

les recettes normales, ne provoque pas la hausse des prix, tant que, pour servir les intérêts des titres émis, sont levés des impôts nouveaux. Ces derniers réduisent en effet les disponibilités des contribuables du montant des revenus destinés aux rentiers. Si, au contraire, les pouvoirs publics contractent de nouveaux engagements pour tenir leurs promesses antérieures, la consommation des contribuables, s'ajoutant à la consommation de l'Etat, détermine une hausse des prix.

Le recours à l'emprunt à long terme systématiquement répété provoque donc les mêmes répercussions monétaires que l'emprunt aux Banques d'émission et de dépôt.

CHAPITRE II

LE RÔLE DES PRÉVISIONS EN MATIÈRE MONÉTAIRE

Trois partis s'offrent à l'individu titulaire d'un revenu net déterminé : l'affecter en entier à la consommation, c'est-à-dire à la satisfaction directe de besoins physiologiques ou psychologiques ; l'épargner en totalité, c'est-à-dire le mettre en réserve en vue d'une consommation différée ou le dépenser de façon à créer des valeurs économiques nouvelles, susceptibles d'accroître le revenu net existant ; enfin le répartir entre la consommation et l'épargne. Le choix de l'une ou de l'autre de ces trois solutions dépend évidemment de la satisfaction que l'individu attend de la dernière unité de son revenu. Si la dernière unité de son revenu lui procure une dernière marchandise dont il a une nécessité immédiate, il consommera toutes ses ressources. Si, par contre, il apprécie la huit millième unité de son revenu, par exemple, plus que les satisfactions que pourraient lui apporter les marchandises acquises à l'aide de cette unité, il préférera conserver sous forme de monnaie cette huit millième partie de ses ressources. De même, il épargne toutes les unités monétaires de son revenu dont il estime qu'elles valent plus, tout au moins autant, que les satisfactions qu'elles lui permettraient de se donner en achetant actuellement des marchandises. Lorsque, sur un revenu de 10.000, il dépense 6.000 et épargne 4.000, c'est qu'à l'épargne de la 4.001^e unité il préfère les satisfactions d'une 6.000^e dépensée et qu'à la dépense d'une 4.000^e unité il préfère l'épargne d'une 6.001^e, les satisfactions attendues

d'une 6.000^e unité dépensée et d'une 4.000^e unité épargnée étant à peu de chose près équivalentes. De là résulte que l'individu titulaire d'un revenu de 10.000 et qui épargne 4.000 apprécie l'unité monétaire, toutes autres choses égales, de la même manière que l'individu qui a un revenu de 6.000 et le dépense en entier. « Une différence dans cet élément qualificatif qu'est l'économie conduit de la sorte aux mêmes conséquences qu'une différence dans cet élément quantitatif que constitue le revenu ». (1)

Chacun répartit son revenu de façon à en tirer le maximum de satisfactions possible. Sans doute la grandeur du revenu est-elle un facteur déterminant de cette répartition. L'épargne est d'autant plus facile que le revenu est plus considérable. Mais des facteurs psychologiques interviennent à leur tour : la tendance à l'épargne de l'individu dépend de son esprit d'économie, et ce dernier subit l'influence des prévisions relatives au niveau général des prix. L'épargne est stimulée par la prévision d'une hausse de la monnaie, découragée par l'annonce d'une baisse prochaine.

L'accroissement du revenu est normalement une cause de dépréciation des estimations individuelles de la monnaie, puisque les satisfactions que peuvent procurer les marchandises acquises par la dernière unité monétaire du revenu varient en raison inverse du montant de celui-ci. Cette dépréciation n'est toutefois pas nécessaire. Elle peut être contrariée par l'attente de satisfactions plus grandes, si du moins les prévisions relatives à la monnaie elle-même n'annihilent pas tous les avantages espérés de l'épargne d'une partie du revenu.

(1) Aftalion, *op. cit.*



La rapidité avec laquelle s'élèvent les prix en certaines périodes de stabilité des changes, est une première manifestation de l'influence que peuvent exercer les prévisions individuelles sur l'appréciation sociale de la monnaie.

Certes un appel au crédit, qui augmente les revenus individuels, constitue le point de départ de la hausse. Avant d'accroître les fournitures des marchandises directement consommables, il est souvent nécessaire de développer les moyens qui permettent de les produire, et la fabrication des « biens indirects » exige des crédits nouveaux pour rémunérer tous ceux qui collaborent à l'œuvre de production. Ces derniers, favorisés par des revenus accrus, manifestent une moins grande appréciation de l'unité monétaire. Toutefois, comme la plupart de leurs demandes de marchandises portent sur des « biens directs » et que d'autre part les produits de consommation ne sont offerts en quantité plus abondante qu'après la construction, toujours assez longue, et la mise en exploitation, d'usines et de machines nouvelles, une hausse des prix de détail se manifeste. Or cette hausse s'étend rapidement à toutes les autres marchandises, car le niveau des prix de détail détermine en définitive l'intérêt qu'ont les industriels à développer la capacité de production de leurs entreprises.

Le long processus de la production est évidemment la cause pour laquelle, au début, les prix atteignent des niveaux successivement plus élevés. Mais très souvent, au moment où la production des biens de consommation pourrait répondre à la demande accrue qui avait motivé le développement des moyens de fabrication, la demande s'est, une

fois de plus, modifiée dans le sens de la hausse. Assistant à une montée continuelle des prix, chacun se croit en présence d'un mouvement de hausse indéfini et s'empresse d'acheter en prévision d'un renchérissement prochain. La hausse résulte ainsi beaucoup plus des réactions purement psychologiques de la collectivité que d'une émission d'instruments de paiement sans création correspondante de richesses.

Les consommateurs constituent des stocks, les commerçants augmentent les leurs, les industriels s'approvisionnent, autant qu'il leur est possible, en matières premières. Tous prévoient ne pouvoir acheter demain les mêmes marchandises à des prix aussi favorables qu'aujourd'hui. Les fonds de roulement des affaires se trouvant insuffisants pour faire face à des transactions plus nombreuses à des prix sans cesse plus élevés, l'industrie et le commerce ont recours au crédit, dont l'abondance est donc la conséquence et non la cause de la hausse des prix. Le crédit, de même, permet l'activité croissante de la Bourse et l'ascension toujours plus rapide, des cours des valeurs de toutes catégories.

Le moindre incident suffit dès lors à renverser le sens du mouvement. Une exécution en Bourse, une suspension de paiement, sans importance en temps normal, mettent dans l'impossibilité de s'acquitter certains spéculateurs ou certaines entreprises engagées à découvert pour des sommes trop importantes. Les spéculateurs jugent le moment venu de prendre leurs bénéfices, et, la hausse s'arrêtant, les réalisations se précipitent. Un grand nombre de ceux qui, précédemment, achetaient en prévision de la hausse se portent vendeurs en vue de limiter leurs pertes. Les acheteurs, cependant, qui s'attendent à la baisse réduisent leurs

demandes, jusqu'au jour où les prix ayant atteint leur niveau le plus bas et les stocks étant liquidés, les affaires stimulées par un optimisme nouveau, peuvent reprendre leur essor.

L'objet des prévisions individuelles, qui accroissent l'amplitude des oscillations alternatives des prix, consiste à vrai dire essentiellement dans les marchandises elles-mêmes. En temps normal, personne ne doute de la valeur de la monnaie, et la hausse des prix n'a que pour peu de gens la signification d'une dépréciation monétaire. Cette notion, au contraire, devient familière à tous, du moins au bout d'un certain temps, lorsque les vicissitudes d'une monnaie non convertible en or ont fait subir au pouvoir d'achat de chacun des variations inattendues.

*
**

Au début, en effet, d'une crise monétaire, les individus ne se représentent pas la nature véritable de l'augmentation de leurs revenus. Ils n'envisagent pas les répercussions nécessaires sur l'économie du pays de la destruction immense de richesses que provoque la conduite d'une guerre.

Le pouvoir d'achat qui apparaît à la disposition de l'Etat, lorsque celui-ci émet des unités monétaires pour subvenir à ses besoins exceptionnels, est prélevé sur le pouvoir d'achat total du stock monétaire existant avant l'émission. En effet, ce pouvoir d'achat, l'Etat ne le crée pas, il le déplace seulement, le prélève à son profit entre les mains des détenteurs de signes monétaires. Le nombre des signes

monétaires augmente, mais le pouvoir d'achat de chacun d'eux décroît.

Sans doute les individus qui bénéficient, du fait des dépenses accrues de l'Etat, de revenus majorés, n'ignorent pas la hausse des prix qui, à vrai dire, rend illusoire l'augmentation de leurs ressources, mais ils se refusent à considérer comme durable l'ascension des prix, et ils agissent comme si leur pouvoir d'achat s'était accru réellement et non pas seulement nominalement. Ils ne comprennent pas qu'il soit nécessaire d'affecter à l'épargne une part plus considérable de leurs revenus pour réaliser la même économie. Ils ne pensent pas que l'unité monétaire puisse leur procurer demain des satisfactions moins grandes qu'aujourd'hui. En temps normal, l'esprit d'économie de chacun, influencé du reste par les habitudes du pays, de la classe sociale, et de l'époque, détermine à lui seul les satisfactions espérées des unités monétaires mises en réserve. Les perspectives monétaires ne modifient en rien cette manière d'agir : illogiquement la portion du revenu destinée à une consommation différée reste identique.

Bientôt cependant, certains s'aperçoivent de la diminution progressive en valeur réelle de la marge non dépensée de leur pouvoir d'achat, diminution résultant de la baisse continue de l'unité monétaire, que n'a pas compensée un accroissement suffisant des sommes épargnées. Mais ils jugent, d'autre part, inutile d'augmenter la portion de leurs revenus qu'ils consacrent à l'épargne. Pour échapper à la dépréciation monétaire il faudrait en effet un effort de l'ensemble des particuliers qui s'abstinssent de consommer dans la mesure où les dépenses exceptionnelles de l'Etat feraient monter les prix. Or, chacun est trop attaché à son niveau de vie pour accepter de le réduire dans la proportion néces-

saire et résister à la tentation que constitue un revenu en monnaie plus considérable. Afin de s'assurer une réserve de pouvoir d'achat constante, tous ceux qui prévoient la dépréciation de la devise exportent leurs capitaux. Ils acquièrent des devises étrangères dont ils ne craignent pas la baisse.

De ce fait s'élèvent les changes étrangers, entraînant à leur tour un accroissement de plusieurs catégories de revenus. Les importateurs, à l'annonce d'une hausse des changes, relèvent les prix de vente de leurs marchandises en stocks jusqu'au niveau du coût de remplacement, tel qu'il résulte d'une dépréciation de la monnaie nationale. Leurs revenus bénéficient de cette hausse.

Les exportateurs, d'autre part, vendent sur les marchés extérieurs des produits domestiques à des prix libellés en monnaie étrangère, qui, traduits en unités monétaires dépréciées, se trouvent sensiblement majorés du fait de la hausse des changes. Parfois ils consentent des rabais sur les prix couramment pratiqués à l'étranger, afin d'étendre à la faveur de la crise monétaire, leurs débouchés commerciaux aux dépens de leurs concurrents.

Le développement de leurs exportations qu'entraîne cette initiative compense largement l'abandon qu'ils font sur chaque unité vendue d'une partie du bénéfice de change. Cependant, les revenus des exportateurs ne sont pas seuls à augmenter, mais aussi les salaires des ouvriers, plus nombreux et plus largement rémunérés, dont la collaboration permet d'intensifier la production. Le bénéfice du change n'est pas moins sensible, enfin, pour les capitalistes détenteurs de titres étrangers, et le retard avec lequel les prix intérieurs s'adaptent au niveau atteint par le change attire les

étrangers qui perçoivent leurs revenus en monnaie appréciée.

En effet, de même que l'émission de billets ou de crédits au profit de l'Etat, la baisse des changes n'agit longtemps qu'à travers les revenus sur les prix intérieurs. Ces derniers ne s'élèvent donc que progressivement, à mesure que par l'interdépendance des activités individuelles, la hausse des revenus s'étend à des catégories toujours plus nombreuses de consommateurs.

Bien vite cependant les détaillants, obligés de renouveler à des prix plus élevés les stocks de marchandises qu'ils achètent aux importateurs, se rendent compte malgré les bénéfices apparents qu'ils réalisent, de l'épuisement de leurs fonds de roulement. Avertis des répercussions inévitables de toute dépréciation de la devise sur le marché des changes, ils élèvent leurs prix à la seule annonce d'une hausse des changes.

Cette initiative du commerce de détail, par l'inquiétude qu'elle répand dans tous les milieux, est souvent le signal de la fuite devant la monnaie. Quelques-uns appuient encore leurs prévisions sur des observations raisonnées. Le plus grand nombre subit l'influence d'un affolement collectif qui trouve en lui-même la raison de son accroissement indéfini. Personne ne veut plus conserver sous forme de monnaie le moindre pouvoir d'achat, dont on sait qu'il se réduira demain à une fraction infime de ce qu'il est aujourd'hui. Tous ceux qui perçoivent des revenus en monnaie s'efforcent de transformer en valeurs réelles leur pouvoir d'achat actuel. Ils acquièrent, aux prix les plus élevés, les devises étrangères encore offertes et les produits de tout ordre dont consentent à se défaire leurs détenteurs.

Bien plus, les exigences des vendeurs s'accroissent à me-

sure que s'accélère le rythme de la dépréciation monétaire. D'heure en heure ils élèvent leurs prix, qu'ils calculent désormais en fonction même de la dépréciation future qu'ils envisagent.

L'ascension des prix intérieurs dépasse dès lors la chute de la devise sur le marché des changes. Une telle progression des prix s'accompagne au reste d'une réduction continue de la valeur-or de la circulation, car il est impossible d'imprimer assez de billets pour compenser la dépréciation du stock monétaire. La vitesse de circulation ne pouvant elle-même dépasser une limite que lui impose la réalisation matérielle des opérations d'échange successives, la crise monétaire aboutit à « une véritable crise de déflation avec le cortège des phénomènes habituels en pareil cas arrêt des affaires, faillites, etc... chômage enfin. » (1)

Sans doute le phénomène de suggestion collective, auquel obéit chaque individu dans la période de fuite devant la monnaie, est-il la cause principale de l'effondrement de la devise. La dépréciation de la veille accroît l'anxiété de chacun et provoque inévitablement la dépréciation du lendemain. L'affolement des masses empêche l'individu de raisonner. Ce n'est là, toutefois, que la dernière phase de la crise monétaire, au début de laquelle les prévisions individuelles se fondent, au contraire, sur des observations réfléchies.

■
* *

L'influence à laquelle l'opinion publique se révèle le plus sensible est, certes, exercée par le montant des billets de banque en circulation.

(1) Houdaille.

Du moment où est suspendue la convertibilité de la monnaie, les variations des changes, à mesure qu'elles s'amplifient, préoccupent un nombre sans cesse grandissant d'individus. Or pour ceux-ci il existe nécessairement un rapport de cause à effet entre l'augmentation des émissions fiduciaires et la dépréciation de la devise. Nul doute que les émissions destinées à subvenir aux dépenses exceptionnelles de l'Etat entraînent une dépréciation monétaire. Mais toutes les fois que, pour un motif quelconque, s'élève le montant des billets de banque en circulation, chacun se croit en mesure de prévoir une dépréciation nouvelle et, de ce fait, contribue à la provoquer. Le poste « billets en circulation » du bilan de l'Institut d'émission revêt pour les masses une signification toute particulière.

Ainsi, malgré une apparente contradiction, la thésaurisation, cependant le plus grand témoignage de confiance et d'appréciation que puissent rendre les individus au papier-monnaie, est une cause de prochaine dépréciation. La thésaurisation réduit le nombre des billets qui circulent effectivement et qui ne suffisent plus dès lors, étant donné le niveau général des prix, à faire face aux besoins journaliers. Les demandes de billets se font plus nombreuses. Le poste des billets émis s'enfle d'un montant égal à celui des unités monétaires qui demeurent thésaurisées, exerçant de la sorte sur la mentalité du public une influence déprimante.

Pourtant, les billets de banque jouent dans l'ensemble des transactions un rôle certainement moindre que les crédits en banque, émis en quantités beaucoup plus considérables. Mais la publicité donnée au bilan de l'Institut d'émission permet à ce dernier d'atteindre le grand public, qui reste ignorant, à l'opposé, des fluctuations successives des dépôts

en banque. Un accroissement de la circulation monétaire sous forme de crédits en banque ne provoque pas, toutes autres choses égales la même hausse des prix qu'une émission équivalente de billets...

La stabilité dont le franc a bénéficié de 1926 à 1928 est peut-être imputable en partie à ce que l'accroissement de la circulation, dû à l'achat de devises étrangères, s'est fait par une augmentation des compte-courants créditeurs et non des billets en circulation. Et pourtant le montant des crédits, ne peut se développer notablement sans qu'une émission nouvelle de billets apparaisse indispensable. L'effet psychologique de l'« inflation » de billets n'est donc simplement que retardé par l'« inflation » de crédit, puisqu'aussi bien on ne conçoit pas, dans un Etat moderne, que les grosses dépenses soient réglées, comme les petites, par la tradition manuelle de coupures monétaires.

L'influence qu'exerce sur l'opinion la publicité du bilan de l'Institut d'émission s'explique d'ailleurs aussi parce qu'en face du chiffre de la circulation fiduciaire se dresse celui de l'encaisse métallique. Bien des individus qui, en période de convertibilité, se préoccupent seulement du taux auquel la Banque leur fournit l'or nécessaire pour payer leurs dettes à l'étranger, observent avec attention les variations du « gage », dès que la crise oblige la Banque à suspendre la convertibilité. Pour eux, l'affaiblissement du « gage » entraîne la dépréciation monétaire et le montant des émissions n'a de signification que par rapport au montant des réserves d'or. Une encaisse métallique sensiblement supérieure à ce qu'exigerait normalement le mouvement des affaires du pays avec l'étranger trouverait dans son influence psychologique, sur des masses peu averties, sa seule justification. Ainsi l'accroissement parallèle des émissions

et des réserves d'or ou de devises convertibles n'inspire aucune défiance dans le sort de la devise, mais l'on redoute au contraire, une intervention de l'Institut d'émission sur le marché des changes en vue de limiter, par des ventes de métal, la baisse de la monnaie. L'intangibilité de l'encaisse devient un dogme, et l'on ne saurait alors engager l'encaisse pour obtenir une stabilisation du change, toutes causes d'exportation des capitaux fussent-elles écartées.

Au-delà des fluctuations de la circulation-billets et du montant de l'encaisse, les individus, en effet, tiennent compte dans leurs prévisions monétaires de la politique du gouvernement. La situation budgétaire, avant tout, fait l'objet d'une attention suivie. A vrai dire, un déficit des finances publiques annonce de nouvelles émissions fiduciaires et l'influence psychologique de la création de billets devance l'apparition de ces derniers dans le bilan de l'Institut d'émission. La fuite des capitaux et la hausse des prix qui en résultent contribuent à déséquilibrer davantage le budget partant à déprécier plus encore l'unité monétaire dans l'opinion des individus. Ceux-ci, même, redoutent les mesures fiscales qui incitent les capitalistes, malgré les entraves des lois et règlements, à exporter leurs épargnes menacées et aggravent dès lors le déficit budgétaire qu'elles sont censées réduire.

Si la nature des impôts joue un tel rôle dans les appréciations individuelles de la monnaie, l'affectation des recettes publiques n'est pas plus indifférente. La politique sociale, en particulier, est sujette à des interprétations d'ordre monétaire, en raison des répercussions d'ordre budgétaire qu'elle est susceptible d'entraîner. Bien plus, les prévisions s'inspirent de la direction imprimée à la politique internationale, d'où dépend dans une certaine mesure l'octroi

plus ou moins onéreux de crédits extérieurs. Elles escomptent même, par avance, l'action des dirigeants que les fluctuations de la politique appellent successivement au pouvoir.

*
**

Les appréciations individuelles de la monnaie relèvent ainsi de considérations singulièrement complexes. Ainsi s'expliquent les alternatives de confiance et de défiance qui impriment à la valeur sociale de la monnaie les variations les plus amples. Sans doute la hausse et la baisse des prix d'origine spéculative qui se manifestent en période de convertibilité n'ont-elles pas les mêmes conséquences, puisque les oscillations du change qu'elles provoquent se trouvent limitées par la possibilité d'importer ou d'exporter de l'or. La spéculation n'en reste pas moins une menace constante pour les monnaies dont la stabilité, longtemps ébranlée par une crise politique, n'est pas encore fermement assise.

Le Gold Exchange Standard se révèle à cet égard un régime monétaire imparfait. L'Institut d'émission, dont une partie de l'encaisse est formée de devises étrangères, est tenté de faire fructifier celles-ci. Il les vend au comptant et les rachète à terme aux banques privées, qui en font, sur la place émettrice, un emploi rémunérateur. Les comptes-courants créditeurs des banques du pays d'origine s'augmentent du montant de ces dépôts et la capacité de crédit des banques augmente en proportion. Or les nouvelles devises émises en vertu de cette capacité de crédit accrue sont à leur tour offertes sur le marché des changes, pour peu que les étrangers trouvent un intérêt à les transformer en la

monnaie du pays au régime du Gold Exchange Standard. L'aléa de cette opération de change est d'ailleurs étroitement limité et ne saurait, pour cette raison, décourager les intéressés, s'ils connaissent les cours auxquels la Banque achète et revend respectivement les devises étrangères.

Certes, le placement en report par l'Institut d'émission des devises de son encaisse draine vers les guichets de la Banque centrale une partie des billets créés en vue d'acquérir des devises. Auparavant, néanmoins, les détenteurs de ces billets cherchent à les employer, et de même sont en quête d'utilisation les billets représentant les devises conservées par la Banque, qui ne peut évidemment se démunir de la totalité de son encaisse. Aucun placement ne convient mieux à ces disponibilités à court terme que l'escompte d'effets de commerce. Mais l'abondance des moyens de paiement n'est pas toujours susceptible de stimuler l'activité commerciale du pays, du moins au-delà de certaines limites, et d'autres motifs que la cherté de l'argent peuvent entraver au même moment le développement des affaires. La Bourse recueille alors les disponibilités que refuse le commerce. Sous la pression des demandes, les cours des valeurs s'élèvent risquant d'entraîner à leur suite une hausse de toutes les marchandises.

L'ascension des valeurs constitue en effet une attraction continuelle pour la spéculation étrangère, dont le régime du Gold Exchange Standard multiplie sans cesse les ressources. Malgré la vigilance exercée par l'Institut d'émission sur les conditions techniques de la stabilité monétaire une ascension des prix, qui surtout s'accompagne dans le bilan de la Banque d'un accroissement progressif des billets en circulation peut être justement redoutée. A tort ou à raison,

elle risque de susciter une certaine inquiétude, que refléteraient les appréciations individuelles de la monnaie, d'autant plus sensibles d'ailleurs à toutes les influences que le souvenir est moins lointain des variations désordonnées des changes déréglés.

CHAPITRE III

LA NOTION D'INFLATION

Deux influences inspirent toute conception de la valeur. L'une est la notion d'utilité, l'autre la notion de travail ou de peine.

Un bien n'a d'abord de valeur que s'il est utile. Cette qualité ne s'apprécie d'ailleurs pas en soi. L'utilité sur laquelle se fonde la valeur est l'utilité subjective du bien considéré. Pour chacun, la valeur d'un bien est plus ou moins grande parce que son utilité est plus ou moins considérable.

Comme l'individu n'attend pas les mêmes services des diverses unités qu'il détient — l'intensité des satisfactions que ces unités peuvent donner, diminuant à mesure qu'augmente le nombre des unités possédées — leur utilité va en décroissant. Si, cependant, l'une quelconque de ces unités disparaît, la perte subie n'est malgré tout mesurée que par l'utilité de la dernière unité possédée. Chacun en effet préfère renoncer aux satisfactions moindres obtenues de la dernière unité qu'aux satisfactions plus grandes procurées par toute autre.

L'utilité de la dernière unité possédée, qui correspond au dernier besoin satisfait, détermine et limite ainsi l'utilité de toutes les autres.

Un élément quantitatif, la rareté, un élément qualitatif,

l'importance du dernier besoin satisfait, interviennent donc simultanément dans l'estimation individuelle de toute marchandise.

Cette appréciation, toutefois, ne reste pas étrangère à la peine que coûte à l'individu la production, ou au sacrifice que lui coûte l'acquisition de la marchandise considérée.

La fabrication ou l'achat d'un objet déterminé le prive en effet de toutes les satisfactions que lui procurerait un autre emploi de son effort ou de son revenu. Si même il prévoit que l'obtention d'un objet identique exigera dorénavant de lui, pour une raison quelconque, un sacrifice plus considérable qu'auparavant, c'est de ce sacrifice futur qu'il tiendra compte dans l'appréciation de la valeur. Les jugements de valeur se compliquent de la sorte d'une prévision relative à la peine que donnerait l'acquisition d'une marchandise identique.

Apprécier en monnaie la valeur d'une marchandise, c'est apprécier en marchandise la valeur de la monnaie.

Tout vendeur est demandeur de monnaie. Sa courbe d'offre de marchandise se confond avec sa courbe de demande de monnaie, car l'offre d'une marchandise à un certain prix est en même temps une demande d'une certaine quantité de monnaie pour la marchandise. Pareillement, l'acheteur offre de la monnaie et sa courbe de demande de marchandise se confond avec sa courbe d'offre de monnaie. Chacun détermine le prix qu'il estime une marchandise quelconque en raison de la valeur d'usage que présente pour lui l'unité de cette marchandise, d'une part, l'unité monétaire, de l'autre.

Or l'attachement que manifeste l'individu à l'égard de l'unité monétaire résulte avant tout, de même que pour toute marchandise, de son utilité. Mais tandis qu'une mar-

chandise procure directement des satisfactions, la monnaie, au contraire, ne donne aucune satisfaction immédiate. Son utilité provient seulement de ce qu'elle permet d'acquérir des marchandises. Chaque individu apprécie l'unité monétaire d'après les satisfactions que la dernière unité de son revenu lui permet d'obtenir. Il fonde à cet égard son jugement monétaire sur une notion confuse des prix antérieurement pratiqués.

Cependant, comme l'acquisition de son revenu lui coûte une certaine peine, il peut estimer trop grand le sacrifice que présente pour lui l'unité monétaire pour les satisfactions que lui donnerait la dépense de la dernière unité de son revenu. Il préfère dans cette hypothèse garder sous forme monétaire le pouvoir d'achat dont il obtiendra plus tard un usage jugé meilleur.

Pour que de tels raisonnements jouent, il faut que la monnaie ne soit pas menacée d'une dépréciation prochaine. Les satisfactions différées risqueraient en effet de se trouver bientôt inférieures à celles que l'on obtiendrait immédiatement, en dépensant jusqu'à la dernière unité de son revenu. Le facteur prévision, intervient donc à son tour dans toute appréciation de la monnaie.

Sans cette estimation du présent et de l'avenir monétaire ne sauraient s'expliquer tous les rapports qui, au niveau général des prix, rattachent le montant des instruments de paiement et leur vitesse de circulation. L'équation des échanges.

$$M V + M' V' = P Q$$

affirme entre les grandeurs M , M' , V , V' , P , Q l'existence d'un équilibre permanent. Elle n'implique aucun rapport de causalité entre les termes du premier membre et ceux

du second, et la théorie quantitative méconnaît à tort la possibilité de variations des prix indépendantes de la masse monétaire.

La création de billets et de crédits de banque sans production correspondante de richesses a souvent pour conséquence une augmentation des revenus individuels, partant une hausse des prix. Mais celle-ci peut résulter aussi d'influences extérieures, que ne reflète pas l'équation des échanges.

De fait, si les prévisions jouent un rôle en matière monétaire, l'accélération de la vitesse de circulation est elle-même un effet et non une cause des variations des prix. Sans une défiance subite dans la monnaie qui s'analyse précisément en une dépréciation de l'unité monétaire dans les jugements individuels, les habitudes du public relatives à la vitesse de circulation des billets et crédits n'aurait aucune raison de se modifier.

*
**

Ce qui protège une monnaie, ce n'est pas la présence bientôt oubliée d'une ancaisse métallique exactement proportionnée à l'importance de la circulation, c'est la confiance toute intellectuelle, toute idéale peut-être, des citoyens dans le pouvoir d'une unité monétaire à laquelle ils se sont habitués dès leur enfance et peu à peu attachés.

En France, où le goût de l'économie reflète un amour particulier de l'argent en lui-même, le franc a gardé longtemps un prestige tout à fait indépendant des conditions monétaires réelles ; la circulation augmentera sans répercussion

ationale directe sur la valeur de notre monnaie. C'est seulement lorsque chacun eut l'impression que la hausse du change, provoquant la hausse des prix, provoquant à son tour l'élévation du nombre des billets, constituait un cercle vicieux, un automatisme qui broyait dans ses engrenages la force économique française, la dissociait et la faisait bientôt douter d'elle-même, que la dépréciation se précipita. Ce facteur psychologique est même si prépondérant qu'aujourd'hui encore, bien que la stabilisation ait légalement consacré un franc déprécié des 4/5, les prix ne s'élèvent qu'avec toute la lenteur qu'il faut pour que meure dans l'esprit de l'épargnant français le souvenir du vieux franc d'avant-guerre qu'il a jadis si jalousement amassé!

C'est pourquoi l'on ne saurait trop veiller surtout en France, à éviter tout ce qui déprécie une monnaie dans l'esprit public. A cet égard la pléthore de crédits à court terme accordée par les banques ne peut que détruire dans l'opinion moyenne la valeur attribuée à l'argent et l'on comprend que le gouvernement cherche à multiplier les occasions de durables investissements.

Marchandise prêtée facilement aux banques, marchandise d'une productivité économique incertaine dans un pays encore inadapté aux conditions réelles de la concurrence étrangère, marchandise menacée par la hausse des prix, la monnaie tendrait, en effet, à prendre dans les conditions actuelles la valeur sous-estimée d'un simple instrument de jeu.

C'est pourquoi l'Etat investit lui-même, fut-ce à perte, des capitaux flottants récoltés notamment par la Caisse des Dépôts dans des travaux de constructions privées ou d'outillage public ; c'est pourquoi il essaie, par un mouvement de hausse sur la vente, d'attirer vers ses titres à long terme,

les disponibilités flottantes pléthoriques : double politique qui seule, en effet, peut remettre en mouvement l'activité productrice de ce pays et rendre, par le réescompte nécessaire, à la Banque de France son rôle — hier international et aujourd'hui national — d'arbitre suprême de la valeur de la monnaie.
